全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融学译丛

Financial Statement Analysis:
A Practitioner's Guide, 3e

财务报表分析

（第三版）

马丁·弗里德森（Martin Fridson）
费尔南多·阿尔瓦雷斯（Fernando Alvarez） 著
朱丽 译

中国人民大学出版社
WILEY

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融学译丛

财务报表分析

（第三版）

马丁·弗里德森（Martin Fridson）
费尔南多·阿尔瓦雷斯（Fernando Alvarez） 著

朱丽 译

中国人民大学出版社
·北京·

WILEY

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

财务报表分析：第3版/弗里德森，阿尔瓦雷斯著；朱丽译.
北京：中国人民大学出版社，2009
（金融学译丛）
ISBN 978-7-300-11290-9

Ⅰ.财…
Ⅱ.①弗…②阿…③朱…
Ⅲ.会计报表 会计分析
Ⅳ.F231.5

中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第174622号

金融学译丛
财务报表分析（第三版）
马丁·弗里德森
费尔南多·阿尔瓦雷斯 著
朱丽 译
Caiwu Baobiao Fenxi

出版发行	中国人民大学出版社		
社　址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电　话	010－62511242（总编室）		010－62511398（质管部）
	010－82501766（邮购部）		010－62514148（门市部）
	010－62515195（发行公司）		010－62515275（盗版举报）
网　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经　销	新华书店		
印　刷	涿州星河印刷有限公司		
规　格	185 mm×260 mm　16开本	版　次	2010年3月第1版
印　张	18.5 插页1	印　次	2010年3月第1次印刷
字　数	397 000	定　价	35.00元

版权所有　侵权必究　　印装差错　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出版说明

作为世界经济的重要组成部分，金融在经济发展中扮演着越来越重要的角色。为了加速中国金融市场与国际金融市场的顺利接轨，帮助中国金融界相关人士更好、更快地了解西方金融学的最新动态，寻求建立并完善中国金融体系的新思路，促进具有中国特色的现代金融体系的建立，中国人民大学出版社精心策划了这套"金融学译丛"，该套译丛旨在把西方，尤其是美国等金融体系相对完善的国家最权威、最具代表性的金融学著作，被实践证明最有效的金融理论和实用操作方法介绍给中国的广大读者。

该套丛书主要包括以下三个方面：

（1）理论方法。重在介绍金融学的基础知识和基本理论，帮助读者更好地认识和了解金融业，奠定从事深层次学习、研究等的基础。

（2）实务案例。突出金融理论在实践中的应用，重在通过实务案例以及案例讲解等，帮助广大读者将金融学理论的学习与金融学方法的应用结合起来，更加全面地掌握现代金融知识，学会在实际决策中应用具体理论，培养宏观政策分析和进行实务操作的能力。

（3）学术前沿。重在反映金融学科的最新发展方向，便于广大金融领域的研究人员在系统掌握金融学基础理论的同时，了解金融学科的学术前沿问题和发展现状，帮助中国金融学界更好地认清世界金融的发展趋势和发展前景。

我们衷心地希望这套译丛的推出能够如我们所愿，为中国的金融体系建设和改革贡献出一份力量。

中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对本书的赞誉

在掌握公认会计原则的坚实基础之上，我们必须穿过经审计会计数字所带来的迷雾，获得企业真实的财务健康状况。显然，弗里德森和阿尔瓦雷斯向我们展示了怎样做到它。本书我最为喜欢之处在于作者运用了实际生活中的失败案例，而这些案例都可以利用书中所介绍的方法以及保持合理的怀疑来预见。其分析财务报表的方法应该予以推崇。

——罗格斯商学院财经系主任，教授伊凡·布里克

有经验的投资者及新手都应该阅读这本书。弗里德森和阿尔瓦雷斯以非常可读的方式表明，认真的分析可以带来价值。最后，此书不仅包括了基础知识，还包括所有的细节以及管理层不希望你知道的所有一切。

——Neuberger Berman 公司投资组合经理，
注册金融分析师罗伯特·S·富兰克林

阅读它，消化它，并经常回顾。弗里德森和阿尔瓦雷斯以许多案例贯穿财务报表分析，其揭示了隐藏的事实，帮助我们评价证券的真实价值。

——Brown Brothers Harriman 公司高收益投资主管 Ron Habakus

弗里德森和阿尔瓦雷斯清晰地展示了为什么成功的财务分析师都会保持合理的怀疑。本书行文流畅、见解独到，包含了大量的实际案例，AIG（美国国际集团）所有的高收益债券分析师都应该阅读它。

——AIG 全球投资咨询高收益债券董事兼总经理戈登·马西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弗里德森和阿尔瓦雷斯给财务分析师、会计人员、投资者、审计师以及所有其他财经专业人士提供了学习的素材。其成功地以大量实际案例说明了财务报表分析的运用。显然，此书是必读的。

——安特卫普大学教授和德勤风险管理董事 Marc J. K. De Ceuster

弗里德森和阿尔瓦雷斯以实际的、可理解的方式表达了财务的概念。其选择的场景及娴熟的举例方式，展示了所有微妙的关系。他们利用数据表的形式，使读者容易接受，也能迅速适应新场景。若想快速提高财务能力，请购买此书，让弗里德森和阿尔瓦雷斯教给你财务建模的知识吧。

——巴布森学院史蒂芬·D·卡特勒投资管理中心主任约翰·埃德蒙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

同前版一样，《财务报表分析（第三版）》希望能帮助读者应对当今商业社会的现实挑战。本书的目的是使具备基础会计技能的读者了解将书面知识应用于信贷和证券投资等现实情况时的复杂性。正如快速变迁的环境要求在第二版中作广泛的修改和补充一样，财务报表使用者新的担心和挑战伴随着21世纪应运而生。

首先，公司已经逐渐将管理层薪酬计划转变为根据“提升股东价值”来确定高管薪酬。该观点存在着一个缺陷。在此方案下，CEO面临着提升公司股价的较大压力，其不能再采取股票市场能察觉的财务报告伎俩来提高报告盈利，从而增加分红。因此，CEO必须设计更为隐蔽的方法来欺骗投资者，使投资者相信报告盈利是真实的。对此，我们对收入确认相关的技巧进行了调研。

此外，财务分析师还必须注意将股票市场流入确认为收入的做法。根据会计学理论，这种转换无异于炼金术。公司是通过销售商品或服务来赚取收入，而不是通过向公众出售股票。

但是，在20世纪90年代网络股泡沫时期，精明的经营者找到了绕开该限制的方法。公司通过IPO获得资金，然后公司之间购买广告服务，并将资金循环确认为收入。对于该收入确认流程来说，客户是多余的。还有一种做法是，经销商卖出股票，将获得的资金借给特许经销代理人，然后立即以代理费的形式收回资金。通过该循环，融资获得的资金便变成了收入。

当读者从公司财务的角度来理解会计原理时，这些收入的虚假性便显而易见了。我们通过本书来实现二者的融合，并对经济学和商业管理也有所涉猎。此外，我们希望分析师能考虑财务报告的环境。公司压力会使得财务报表分析以及审计师对会计原则的解读与理论出现偏离。财务报表的发布者还能对财务原则的建立施加重要的影响，政客有时候会为其游说。

最后，本书还特别关注财务报表分析中的成功案例。只要能获得必要的资料，我们不仅说明了怎样通过基本分析技术来预测企业失败，还说明了分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析师应该如何提前察觉问题。我们希望通过这些案例能激发分析师进行真实的、目标导向的分析，而不是简单地计算标准的财务比率。并且，通过案例应使得分析师在发现问题时更加坚持自己的观点，而不要听信管理层的狡辩。(我们的财务报表是与GAAP相符的，并且已经通过世界上最大的会计师事务所之一的审计。我们不能够允许一群贪婪的卖空者来破坏我们优秀的员工所创造的价值。)通常，随着管理层主张的升级，形势会出现恶化，对激进会计操作的指控会转变为对虚假财务报告的揭示。

从阅读本书的计划来看，读者不要强迫自己按照本书的顺序来掌握。为了帮助大家能立即开始中间部分的阅读，第三版增加了章节之间的联系，并且提供了更为庞大的词汇表。词汇表中给出定义的词在文中都以粗体出现。虽然跳读对于许多分析师来说可能是最有效率的一种方式，但是，本书的次序反映了一种合乎逻辑的思维。

第一部分读懂财务报表，我们说明财务报表不是简单地反映公司真实的财务业绩，并解释了原因。本部分探究了发行公司及其经理人员的复杂动机，并且研究了由组织环境所带来的信息失真。

第二部分基本的财务报表，对资产负债表、损益表和现金流量表中的信息进行了认真研究。细看之下，类似价值和收益等概念都变得更为模糊了。即使是现金流量也可能受到相关战略影响，以操纵投资者和债权人的想法。

第三部分对利润的进一步研究，我们开始讨论资本主义系统的血液。我们主要关注夸大或虚构盈利的各种方法。至此，对财务报表进行合理、系统的分析，读者应该保持应有的怀疑。

应用是第四部分预测与证券分析的主题。信用评价和所有者权益估值都更侧重于向前看，而不是追溯过去。本部分介绍了提高预测准确性的方法，并且对专业证券分析师的实际预测进行了仔细研究。我们用批判的眼光来看标准财务比率和估值模型。

虽然金融市场将持续发展，但是特定现象却一再翻新出现。从这点上来说，公司将不断创新方法来歪曲其业绩。通过认真学习，分析师有可能对这些方法在未来可能的变形进行预测。

马丁·弗里德森

费尔南多·阿尔瓦雷斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

第一部分　读懂财务报表

第1章　财务报告的逆向选择性 …… 3
1.1　财务报告的目的 …… 4
1.2　推理中存在的缺陷 …… 7
1.3　“大洗澡” …… 10
1.4　最大化增长预期 …… 11
1.5　掩饰或有事项 …… 15
1.6　保持怀疑态度的重要性 …… 16
1.7　小结 …… 19

第二部分　基本的财务报表

第2章　资产负债表 …… 23
2.1　价值计量 …… 24
2.2　可比性 …… 25
2.3　价值的“瞬时”消失 …… 26
2.4　商誉 …… 27
2.5　旧经济模式下的价值损失 …… 30
2.6　难以捉摸的真实权益 …… 31
2.7　基于市场价值权益的利弊 …… 33
2.8　未披露风险 …… 35

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.9 共同尺度资产负债表 …… 36
2.10 小结 …… 38

第3章 损益表 …… 39

3.1 让数字说话 …… 39
3.2 这些数据有多真实 …… 44
3.3 小结 …… 70

第4章 现金流量表 …… 72

4.1 现金流量表和杠杆收购 …… 74
4.2 分析应用 …… 78
4.3 现金流量和公司生命周期 …… 79
4.4 财务弹性的概念 …… 87
4.5 捍卫财务弹性 …… 89
4.6 小结 …… 91

第三部分 对利润的进一步研究

第5章 什么是利润? …… 95

5.1 真实利润与会计利润 …… 95
5.2 什么是收入? …… 96
5.3 成本包括什么? …… 97
5.4 对观点的扩展 …… 99
5.5 小结 …… 100

第6章 收入的确认 …… 101

6.1 Informix 困境的开始 …… 101
6.2 识别信号 …… 105
6.3 在分期付款的销售中误入歧途 …… 110
6.4 确认会员费 …… 111
6.5 其他不严谨的收入确认技巧 …… 114
6.6 小结 …… 125

第7章 费用的确认 …… 126

7.1 美国在线公司寻找可自由利用的空间 …… 126
7.2 IBM 公司革新性的费用降低方法 …… 129
7.3 简单的分析揭穿了精心策划的骗局 …… 130
7.4 牛津公司的计划误入歧途 …… 132
7.5 小结 …… 135

第8章 EBITDA 的应用和局限性 …… 136

8.1 EBIT，EBITDA 和企业总价值 …… 137
8.2 EBITDA 在信用分析中的作用 …… 140

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.3 误用 EBITDA …… 143
8.4 一种更加全面的现金流量计算方法 …… 145
8.5 营运资本给现金流量分析增加了新的视角 …… 147
8.6 小结 …… 149

第 9 章 审计和披露的可靠性 …… 150
9.1 巧妙地处理 …… 151
9.2 披露义务 …… 154
9.3 铁腕艾尔 …… 155
9.4 审计障碍 …… 158
9.5 小结 …… 159

第 10 章 并购会计 …… 160
10.1 权益结合法 …… 161
10.2 使并购后报告收益最大化 …… 164
10.3 并购日 …… 164
10.4 小结 …… 166

第 11 章 养老金收益 …… 167
11.1 证券交易委员会的相关要求 …… 171
11.2 小结 …… 172

第四部分　预测与证券分析

第 12 章 预计财务报表 …… 175
12.1 一年期预测 …… 175
12.2 预计财务报表的敏感性分析 …… 185
12.3 实践中如何准确地预测？ …… 190
12.4 预测财务弹性 …… 192
12.5 预估财务报表 …… 193
12.6 多年期预测 …… 201
12.7 小结 …… 219

第 13 章 信用分析 …… 220
13.1 资产负债表比率 …… 221
13.2 损益表比率 …… 230
13.3 现金流量表比率 …… 233
13.4 组合比率 …… 234
13.5 信用风险 …… 239
13.6 小结 …… 251

第 14 章 所有者权益分析 …… 252
14.1 股利折现模型 …… 252

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14.2 市盈率 …… 256
14.3 市盈率倍数不同的原因 …… 258
14.4 杜邦公式 …… 264
14.5 通过可能的重组进行估值 …… 266
14.6 小结 …… 270

参考文献 …… 271
词汇表 …… 273

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

读懂财务报表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章

财务报告的逆向选择性

3 财务报表分析是进行投资管理、公司财务、商业贷款和授信等工作的一项基本技能。对于从事这些活动或者为个人投资目的而进行财务数据分析的人来说，有两种不同的财务报表分析方法。

第一种是遵循固有的程序，根据所给定的定义计算标准的财务比率，然后填列。分析人员也可能比上述简单的计算、填列多付出一点努力和思考以满足财务分析领域的诸多需求。但是，这种纯粹机械的方式，基本上不能体现专业的挑战性，而生搬硬套所有这些所谓“合适的”分析过程也不可能得出有用的结论。但一些人却认为这些问题都只是微不足道的缺陷而已。

本书针对的是采取第二种方法的分析人员。第二种方法是一种不断揭示被分析企业真实财务状况的方法，也是更受推崇的一种分析方法。由于财务报表隐藏的信息总是多过其披露的信息，因此，这种刨根问底是非常重要的。对于采用这种更为主动的分析方法的人来说，生成标准的电子表格只是一种手段而不是目的。表格中的数据不能直接支持投资决策，否则会给出不合时机的投资建议，投资者也是不会满意的。真正有价值的分析只有在所有常见问题得到解答后才会出现。实际上，高级分析师甚至还会提问一些非常规问题来增加其分析的价值。

我们有必要从一种将所有公司都置于标准的、客观的框架中进行分析的分析结构中跳出来。可能有些读者还不能马上认同这种必要性。笔者认为，当合理的分析取决于一系列的相关因素而不是标准财务比率之间的对比时，
4 我们需要完全抛弃原有的分析结构，这种观念会让人退却。毕竟，可比性（comparability）是公认会计原则（generally accepted accounting principles，公认会计原则）的一个基础。由此，根据公认会计原则编制的财务报表也必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然会揭示出公允、有用的信息。

另外，给财务分析提供便利，从表面上看，编制财务报表的公司也会自然获益。为向外界传递其财务业绩方面的信息，公司花费了大量的成本。它们雇用投资关系经理（investor-relations manager），通过中报和公告与现有股东和潜在股东进行沟通，派高管与证券分析师会谈。既然公司如此希望股东获悉其经营成果方面的信息，它们就应该让分析人员能比较方便地对公司业绩的发展情况进行监控。由此，公司会以一种透明的、直接的方式来报告经营状况。

1.1 财务报告的目的

如果分析人员相信根据公认会计原则编制的数据具有内在可靠性，且公司管理层具备良好的诚信，那么他们就误解了财务报告的本质。然而，这种概念上的错误并不表明分析人员在智力上的缺陷，他们只是照搬了会计课本上对财务报告目的所作的理想的而并不相关的阐述。即使是霍华德·施利特（Howard Schilit）（见后文关于 MicroStrategy 公司的讨论）这样一个财务报告批评家，也给出了一个较高的论断：

> 财务报告的主要目标是发布准确反映企业盈利能力和财务状况的财务报表。[①]

上述定义没有指出“准确反映”是谁的主要目标。对于本章第一段中所列举的财务报表使用者来说，施利特的话很中听，但他们也不是进行财务报告的人。财务报告的主体是一般以公司（corporation）形式组织的营利性企业。[②]

公司是为股东的利益而存在的。公司的目标不是为了报告它的财务状况，
5 而是为了最大化股东价值（maximizing shareholders' wealth）。如果公司通过“发布准确反映其盈利能力和财务状况的财务报表”能实现该目标，那么原则上管理层应该这样做。然而，多数情况下，以透明、直接的方式报告财务成果只是达到目的的一种手段。

管理层可能会认为降低公司的资本成本（cost of capital）是实现股东财富最大化目标的一种更为直接的方法。简单地说，公司的借款利率越低或者

---

① Howard M. Schilit *Financial Shenanigans*: *How to Detect Accounting Gimmicks and Fraud in Financial Reports*. New York: McGraw Hill, 1993. p. 153.

② 虽然本书集中讨论的是营利性企业，但是非营利性企业和政府组织也编制财务报表。而且，千万不要认为它们就一定不会发生财务欺诈。因为，一方面，和营利性组织一样，非营利性组织也要筹集资金。当需要借入资金或者要向提供资助的机构证明其财务能力时，它们就具有粉饰财务报表的动机。而另一方面，非营利性组织有时候会尽量使自己看上去比实际情况要糟糕，以此来感动资助者提供资金。有时行政单位也会进行虚假的财务报告，来避免不利财政政策可能带来的政治效应。纯粹的利益驱动会导致歪曲的财务报告，这一点对于反资本主义的理想家来说是不能主张的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向新投资人发行股票的价格越高，股东价值越大。从这个角度来说，最好的财务报表不是完整、公允地反映公司状况的报表，而是能带来最高信用评级（见第 13 章）和市盈率（见第 14 章）的报表。即使这样的报表不能准确地反映公司的财务状况，但出于对股东的受托责任，管理层也必须这样披露，而不管会计教材中是如何规范的。在这种情况下，最好的可能结果是公司将获得一个比实际水平更低的资本成本。从财务报表披露方的角度来说，这个明显不合理的论断可以概括如下：

财务报告的目的就是为了获得便宜的资金。

细心的读者马上会提出两点质疑。首先，通过不真实的财务披露来获取低于正常利率的资金，这本身就是一种欺诈行为。其次，一些人认为，从长期来看，对于企业来说，误导财务报表的使用者，并不是一种可持续发展的战略。在高估的历史数据的基础上来预测企业未来的盈利情况，投资者会发现结果往往不能达到预期水平。此后，他们便会通过预测一个较低的收益来调整这种高估所产生的偏差。结果是股票估价可能会低于企业进行真实报告时的水平。认识到这样做会事与愿违时，企业应该理智地制止高估财务业绩的行为。据此推理，财务报表的使用者是可以相信账面数值的，因为企业出于自身利益的考虑也会诚实地报告其经营成果。

而事实上财务报表并不总是真实地反映企业的业绩状况，这使得问题更趋复杂。报表的使用者经常会发现企业并没有提供易于理解的、准确的信息，财务数据虽然是按公认会计原则编制的，但是并不可靠。而更为糟糕的是，
6 许多时候它却直接地违反了会计原则。作为分析人员的第二道防线，即使是独立审计人员认定财务报表遵循了公认会计原则，这也不能完全保证财务数据就是可靠的。近年来，大量的案例表明，使用者不能对财务报表过于信赖，否则会被严重误导。

1.1.1 水星公司股价暴跌

1997 年 1 月，据报道，水星公司（Mercury Finance）财务负责人在公司利润从先前报告的 1.207 亿美元调整为 5 670 万美元后即失踪。[①] 该二手汽车借贷公司的创始人之一兼首席执行官约翰·布林卡特（John Brincat）认为，导致财务报表重编的会计违规显然是公司的主要会计负责人，即失踪的詹姆斯·A·多伊尔（James A. Doyle）对会计记录进行非法操纵的结果。[②] 1 月 28 日，即利润调整的前一天，水星公司股票的收盘价为每股 14.875 美元。而 1 月 31 日开盘即已暴跌至每股 2.125 美元。

随着事件的发展，财务负责人多伊尔的代理律师出面否认关于他的当事人失踪的消息，并且表明“在征询相关法律意见后，他已经决定不再参与水

① Floyd Norris. Auto Lender's Finance Chief Disappears; Profits Are Cut. *New York Times*, 1997-01-30 (D1, D5).

② Mercury Finance Company Announces Discovery of Accounting Irregularities. *PR Newswire*, 1997-01-29.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

星公司所发生的这件错综复杂的事件”[①]。多伊尔还通过他的律师补充说，他正在与联合调查组合作。

首席执行官布林卡特与公司签订的管理合约中的相关条款使得事件更加复杂了。合约规定，公司每股收益（earnings per share）的年增长低于20%时，布林卡特无权获得分红。而多伊尔却没有这样的分红条款，这使得人们不禁思考他歪曲财务报告的动机究竟何在。在对1996年的报表进行重编的同时，公司还发布了调整其他年份数据的公告。这些调整表明，水星公司在1994年和1995年均没有达到20%的目标，而布林卡特却分别获得了140万美元和160万美元的分红。[②] 2月3日，布林卡特辞去了首席执行官的职务。一年后，他又退出了公司董事会，并同意退还1994—1996年间的部分分红。

1998年，同样是在2月，水星公司宣布申请破产。至此，公司将1996年的报告盈利从最初的1.207亿美元调整为净亏损。因此，事后看来，水星公司在财务报表中对其偿债能力作了不切实际的假设。虽然水星公司的报表显示其盈利是同行业其他公司历史平均权益收益率（见第13章）的两倍以上，
7 注册会计师却无视这样明显的警告信号，依然对报表出具了无保留意见的审计报告。Anderson & Strudwick公司的证券分析师查尔斯·梅理士（Charles Mills）就曾说到，水星公司这种几乎不可能达到的业绩水平就好比是一个人能在2分钟内跑完1英里。[③]

1.1.2 微观战略公司反复无常

2000年3月20日，微观战略公司（MicroStrategy）宣布重编1999年的收入，从最初报告的2.053亿美元调整为大约1.5亿美元。公司股票立即从每股140美元暴跌至86.75美元，首席执行官迈克尔·塞勒（Michael Saylor）的账面财富因此缩水超过了60亿美元。公司解释此次调整与软件公司大型、复杂项目的收入确认有关。[④] 一开始，微观战略公司和为其提供审计的注册会计师提出，根据最近（1999年12月）证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，SEC）发布的有关软件收入会计处理的咨询意见，公司不得不重编报表。SEC否认了这种说法，之后，公司不得不承认原来的会计处理确实与美国注册会计师委员会（American Institute of Certified Public Accountants，AICPA）在1997年颁布的会计原则不一致。

在微观战略公司宣布这个令人震惊的消息之前，会计学专家霍华德·施利特在6个月前就对微观战略公司的财务状况提出了质疑，记者戴维·雷蒙德（David Raymond）在2月21日发表在美国《福布斯》杂志科技版（*For-*

① Jeff Bailey. Mercury Finance's Controller Denies He Inflated Firm's Profit Statements. *Wall Street Journal*, 1997-01-31 (A3, A6).

② Floyd Norris. Auto Lender's Finance Chief Disappears; Profits Are Cut. *New York Times*, 1997-01-30, (D5).

③ Arthur Goldgaber. Life after Mercury. *Financial World*, 1997-05-20 (40~44).

④ Nick Wingfield, Paul Beckett. MicroStrategy, Results Restated, Is Macro-Loser. *Wall Street Journal*, 2000-03-21 (B1, B4).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

bes ASAP）的文章中也提出了相同的问题，而注册会计师却依然认可了微观战略公司的收入确认政策。[①] 据报道，会计师事务所的一名会计师在读到雷蒙德的文章后，联系了负责微观战略公司审计的当地分所，最终致使该所撤销了之前对微观战略公司 1998 年和 1999 年财务报表所作出的鉴证。[②]

1.1.3 莱尔努-奥斯比公司尽显虚假

2000 年 11 月 16 日，莱尔努-奥斯比（Lernout & Hauspie，L&H）公司的审计人员撤销了其对该公司 1998 年和 1999 年财务报表所出示的清洁意见。此前，这家生产语音识别软件的比利时公司在 11 月 9 日发布公告称，公司内部调查发现存在会计差错和违规行为，致使过去两年及 2000 年上半年的财务报表需要重编。两个星期后，该公司申请破产。

在 2000 年 11 月 16 日前，审计意见表明 L&H 公司财务报表遵循了公认会计原则，投资者对其十分信赖，而与此同时，也出现了一些使人们对审计意见产生怀疑的事件。1999 年 6 月，专门从事股票卖空交易的戴维·罗克
8 （David Rocker）对 L&H 公司的一些交易提出了质疑，如与布鲁塞尔语音转换集团（Brussels Translation Group，BTG）之间的交易。在两年内，BTG 集团先是支付给 L&H 公司 3 500 万美元开发语音软件，而后 L&H 公司购买了 BTG 集团，也随即获得了语音软件的所有权。通过这些交易，L&H 公司不但没有确认 3 500 万美元的研发费用，反而确认了 3 500 万美元的收入。[③] 2000 年 8 月，L&H 公司宣称收入来自其客户某韩国公司，事实上该韩国公司与 L&H 公司并没有任何的交易来往。9 月，证监会和欧洲伊斯达克（Easdaq）开始了对 L&H 公司的会计调查。[④] 与此同时，L&H 公司的股价从 72.5 美元跌至 11 月停牌前的 7 美元。因此，事后看来，仅仅依靠审计意见和假设管理层希望分析人员获得企业真实的业绩水平，就盲目信赖公司财务报表是一个错误的决策。

1.2 推理中存在的缺陷

上述违反公认会计原则的案例表明，公司不会因为担心违反反舞弊法或者出于理智的自利的考虑而放弃做假账。这两种力量能促成诚实报告的推理是建立在一系列隐含假设基础之上。而这些假设在实际编制财务报告的企业

---

① Floyd Norris. A Hard Fall as Highflier Revises Figures. *New York Times*, 2000-03-21 (C1, C16).

② Floyd Norris. Failed Audit: The Humiliation of Pricewaterhouse Coopers. *New York Time*, 2000-03-24 (C1).

③ Alan Abelson. Up & Down Wall Street: Way to Go. *Barron's*, 1999-07-19 (5)。L&H 公司支付给 BTG 集团的 5 900 万美元购买价既不能作为收入也不能作为费用，而只是以一项资产（货币资金）来交换另一项资产（BTG 集团的股票）。

④ John Carreyron and Mark Maremont. Lernout Files for Bankruptcy Protection. *Wall Street Journal*, 2000-11-30 (A3, A6).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中是站不住脚的。

首先，公司可以在不违反公认会计原则的前提下对会计数据进行一些操纵，因舞弊而被起诉的可能性较小。当重大的财务报告违规被发现时，同其他类型的白领犯罪一样，是否界定其为真正的丑闻还需要判断哪些操作是没有被明令禁止的。事实上，公认会计原则就支持许多计量原则，而这些计量原则至少在短期看来显然是不准确的。

例如，公司经常肆无忌惮地进行利润平滑，即创造出利润按一定比率稳定增长的假象。在审计人员的庇护下，公司进行利润平滑的原因是因为表面上的稳定增长会获得股票市场投资者的青睐，从而获得比实际情况高的市盈率（price-earnings multiple）。

假设某个季度最后几个星期的盈余有达不到预计增长率的迹象，此时，公司可以通过向客户提供特别折扣以鼓励客户提前订货的方法从下个季度“借
9 入”销售收入（及相关利润）。同时，高于趋势线的增长对利润平滑者来说也是一个问题。如果利润突然下滑，接着又回到较为正常的增长水平，由此所带来的波动是不利的，应该不惜一切代价来避免其发生。管理层的解决方法是通过安排培训项目和必要的厂房维修来抬高本期费用。而这些支出正常情况下是应该在下个季度发生的。

这些不是只有那些靠不住的公司才会采取的伎俩。蓝筹股（blue chip）公司就公开承认，由于华尔街对利润的变动过于敏感，它们有时候别无选择只能进行利润平滑的操作。通用电气的管理人员曾表示，当某个分部可能达不到年度目标利润时，选择在衰退期进行并购活动是可以接受的做法。据该公司金融服务业务部的主管人员说，在这种时候，他和他的同事们都会寻找合适的并购机会，“吉（Gee），还有哪些赚钱的公司吗？还有其他的并购机会吗？”① 被并方整个季度的利润都可以合并到通用电气的财务报表上，从而使利润保持稳定增长，因而备受投资者赞赏。

为什么审计人员不阻止这种行为呢？这些平滑的技巧基本上都有悖于财务报告的表面目标，即准确反映公司的盈余水平。对此的解释是，会计理论的可靠性原则只是代表了财务报告准则产生中的一个因素。

财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board，FASB）是隶属于证券交易委员会的准则制定机构，其代表来自会计师事务所、财务报表的发布者及使用者。通常，当财务会计准则委员会确定在某个领域需要发布一条新的准则时，专业人士会在短短几个月的时间内完成理论方面的构架。而由于公司作为财务报表的发布者会追求其自身更趋实际、具体的目标，使得新准则的颁布可能需要好几年的时间。

通常，财务会计准则委员会和企业之间会为了诸如管理层股票期权、并购等事项讨价还价、争论不休。争论之后所做出的妥协往往不能让纯理论者满意。而另一方面，通过沟通来制定准则可以避免议会中公司利益的代表者

① Randall Smith，Steven Lipin，and Amal Kumar Naj. Managing Profits：How General Electric Damps Fluctuations in Its Annual Earnings. *Wall Street Journal*，1994－11－03（A1，A6）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对准则制定机构的攻击。如果立法者被激怒了，那么他们就有可能削弱财务会计准则委员会的权威，甚至以新的准则制定机构来替代财务会计准则委员会，而新的机构会更加容易服从于立法者的意志。

还有另外一个原因使得公司不能在理智的自利行为驱动下进行公正的财
10 务报告。公司的管理层作为企业与财务会计准则委员会之间进行博弈的主导者，他们也有自己的利益取向。和购买公司股票的投资者一样，管理层也追求自身价值的最大化。如果披露真实的利润有利于其目标的实现，那么首席执行官（chief executive officer，CEO）这样做是合理的。然而，有时候他们通过一些财务报告技巧可以利用公司的薪酬系统，从而获得更高的私人收益。

例如，假设 CEO 的年末分红是根据每股收益的增长来计算的，同时假设公司的折旧（depreciation）政策规定固定资产的平均年限为 8 年。如果将该假设人为地调整为 9 年（并获得注册会计师的同意），公司就可以降低每年的折旧费用。严格说来，这是一项会计变更；对使用过程中不断磨损的设备进行重置的实际成本并没有降低。折旧费用所带来的税收抵减额以及现金流量[①]（见第 4 章）都没有因此而增加。投资者意识到利润（见第 5 章）并没有真正地增加，因此公司的股票价格并不会因为这项新的会计政策而变化，而 CEO 的报酬却会随每股收益的人为调高而变化。

这个例子解释了为什么虽然说理性的投资者喜欢直接的、透明的财务报告，而公司偏要变更会计政策，使投资者难以掌握其真实的业绩水平。根本的原因在于，有时候公司的管理层会将自身的利益置于投资者之上。他们通过高估利润来增加自身报酬，而投资者却承担了由于盈余质量恶化[②]所带来的市盈率下降的成本。

看来，对于公司来说，合乎逻辑的解决办法是使股东和管理层的利益相一致。董事会可以将管理层的报酬与股价上涨所带来的股东财富增加相联系，而不是与每股收益相联系。这样的安排就不会让 CEO 产生虚夸利润的动机，因为这些诡计显然不能真正地提高利润，也就不会带来股价的上涨。

顺着这个思路，由于高管报酬与股票增值相联系，财务报告应该是接近真实反映公司业绩水平的理想状态了。但事实上，我们并没有看到这种趋势。前面水星公司、微观战略公司、莱尔努-奥斯比公司等案例表明，公司在财务报告中越来越激进和更多地造假。

11 而使管理层和股东利益相一致的做法也有一定的消极作用。由于公司管理层不能够再通过一些易于被投资者察觉的财务报告伎俩来提升其报酬水平，因此，他们会设计出更具隐蔽性的方法来欺骗市场，并人为地抬高股价。因而，财务报表分析人员必须更加努力以拆穿这些花招。

---

① 在为纳税目的编制的财务报表中，将固定资产在所允许的最短期间内折旧可以使得企业的应纳税收益最小，这是一种既合法也合乎惯例的做法。公司允许为纳税和财务报告目的分别设立账套。为进行财务报告而编制财务报表时，管理层可以对一些可操控的会计事项作出选择，从而产生高于前者的收益水平。

② 高管通常会持有公司一定的股份，因此，盈余质量的下降在一定程度上也会影响其自身价值。但是，除非他们持有的股份非常大，否则管理层通过增加报酬所带来的直接利益会完全抵消所持有股票价值降低的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.3 “大洗澡”

当然，财务报表分析人员并不是孤军奋战的。证券交易委员会和财务会计准则委员会会阻止企业过分粉饰财务报表以抬高股票价格的行为。但是，这些监管机构却没有明确指出什么是“过分”的行为。因而，企业必然会各行其是，比如，向市场传递坏消息会影响股价，企业对于如何把握这个度就各有见解。对于某些企业来说，如果没有人对特定事项提出疑问，那么企业没有自愿地提供该信息就不能算是欺骗，这似乎就是它们进行披露时所遵循的标准。

虽然不是所有的情况都会那么糟糕，但是这种糟糕的局面却在不断地扩大。哈佛经济学家理查德·泽克豪瑟（Richard Zeckhauser）的研究团队就获取了相关证据表明诚信的缺失是一种普遍现象。[①] 泽克豪瑟等人的研究集中于公司季报盈利略高于或略低于上年同期水平的情形。

一方面，假设会计人员按财务报告的理想目标进行列报，以准确反映企业的真实业绩水平。那么，根据概率论，公司的季报利润略高于和略低于上年同期水平的可能性应该持平。但是，泽克豪瑟等人却发现，公司报告小幅增长利润的频率要明显大于小幅下降利润的频率。这表明，当公司有报告消极盈利信息的危险时，它们会进行大量操控以挤出利润呈小幅增长的表象。

另一方面，假设某公司季度利润大幅下降，且不能通过可操控项目来平滑。在这种情况下，公司有进行“大洗澡”的动机，使本期的亏损额最大。因为对于投资者来说，30%的利润下降幅度和20%是没有什么差别的。因此，
12 管理层会发现将未来期间的费用集中到本期是有利的，这样就可以使得以后年度出现报告盈利。这也是确认如过时的生产设备、前期不成功并购中所产生的商誉等资产长期损失的合适时机。事实上，企业会大幅冲销这些资产的账面价值，完全超出了真实反映原则的要求。在以后期间，它们又可以通过转回这些超额的冲销，人为地稳定报告盈利。

泽克豪瑟等人通过揭示出利润的大幅下降比大幅上升更为普遍，证明了“大洗澡”的假设。言外之意，管理层是不会被动地按要求来报告综合反映其能力和各非可控因素的经营成果的，他们会利用会计原则赋予的自主权来干预利润的计算。研究人员的整体感觉是，公司将财务报告看成是抬高股价的一种手段，而不是发布客观、真实信息的方法。[②]

如果公司的诡计没有被投资者和债权人发现，则会带来很丰厚的回报。例如，10亿美元借款的利率降低0.5个百分比时，可以节省利息费用（税前）500万美元。如果税率为34%，市盈率为15，那么这种故意隐瞒风险的财务报表会使得股票总值增加4 950万美元。

---

① Richard Zeckhauser, Jayendu Patel, Francois Degeorge, and John Pratt. Reported and Predicted Earnings: An Empirical Investigation Using Prospect Theory. Project for David Dreman Foundation, 1994.

② 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了泽克豪瑟所研究的“大洗澡”方法外，还有其他一些能获得价值提升机会的方法，如：

- 最大化增长预期。
- 掩饰或有事项。

1.4 最大化增长预期

假定某公司当期报告净利为 2 000 万美元。假设在此后的 5 年，公司发展渐趋稳定，市盈率为 15。另外假设公司在接下来 5 年不分配股利，当前增长股股东要求 25%的报酬率（不考虑资本利得税）。

在这些假设的基础上，再加入一个数据，分析人员就可以计算出公司发行在外股票（outstanding shares）的总价值。最后一个必需的变量是盈利的
13 预期增长率。假设公司盈利按 30%的年率增长，并且在未来 5 年内将持续按相同的比率增长。那么，在第 5 年末，公司的利润将为 7 400 万美元（取整），与市盈率倍数 15 相乘，即可得出第 5 年末的价值为 11.14 亿美元。期望收益率为 25%时，投资者为获得该未来价值现在愿意支付的价格为 3.65 亿美元。

假设公司经理人持有发行在外股票的 20%，他将会很高兴地看到上面计算的这些数字。这位成功的企业家，其账面财富高达 7 300 万美元，而可能就在几年前，他还是一文不名。同时，这位新产生的百万富翁从此就会被市场预期所左右。

假设由于某种原因，投资者认为公司盈利的年增长率为 25%，低于原有预期水平 30%。这仍然高于美国公司的平均增长水平。但是，在其他假设不变的情况下，公司的股票价值将会从 3.65 亿美元降至 3 亿美元。

对于长期努力的创业者来说，一夜之间，他个人持股的价值就骤然下跌了 1 300 万美元。财务分析师是不会可怜他的。说到底，他仍然身价6 000万美元。但是财务分析师设身处地想一下，又有几个人能若无其事地接受 1 300 万美元的损失呢？至少，大多数人会希望想方设法地在公认会计原则允许的范围内避免发生类似的财务损失。

在面临增长预期的下降时，业主经理人的反应也是合乎情理的。许多人，有可能是大多数人，并不是有意进行欺骗，只是企业家天生就是超自信的乐观主义者。并且，一个成功的企业家，他自身已经证实了这种乐观。他引导企业克服重重困难，从无发展到盈利 2 000 万美元，相信他也一定能解决任何目前所出现的短期问题。他自信能将企业拉回 30%的增长曲线，也许他是对的。但是有一件事是肯定的——如果他不是那种相信能再次战胜困难的人，那么他就不可能创立起一家价值 3 亿美元的公司。

财务分析师应该更加客观地评价事实。他们必须认识到，公司陷入困境绝不是个别现象，而恰好相反，是非常普遍的事情。几乎所有的高级经理都会努力消除减速增长的印象，因为对于他们来说，这将会使他们付出沉重的代价。然而，通过简单的数学计算就预测企业将在未来无限期地保持高增长，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能也是错误的。并且，企业增长一旦趋于平稳（如图 1—1 所示），就需要克服许多障碍才能再回到历史的增长水平。

14

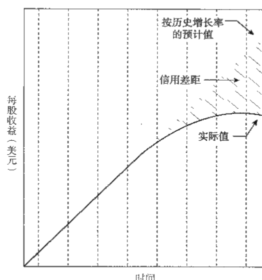


图 1—1　减速增长的必然性

说明：对于公司来说，穿过信用差距，将投资者预期从实际增长率抬高到管理层所预计的增长率，显然具有潜在价值，但是也有其内在的困难。自由地进行财务报告会使该任务变得简单。因此，分析人员应该以怀疑的眼光来解读财务报表。

1.4.1　持续增长的限制性因素

市场饱和　通常，一种热销商品的销售额会在一段时间内以惊人的速度增长。但是最后，所有喜欢的人都会拥有一件（或两件，或有限的、消费者认为足够的数量）。那时，潜在的销售额将局限于消费者置换商品所带来的收入加上人口增长，即潜在消费者的增长所带来的收入。

竞争者进入　一家公司所生产的产品或提供的服务很可能被其他公司模仿或侵权，"盗版"产品同其相似度极高，可以满足市场的同类需求，而这些产品又会有一定的差异性，因而不受专利权或商标保护法的限制。

基数的不断扩大　如果公司第一年销售收入为 1 000 万美元，第二年它只需要新增销售额 400 万美元就可以获得 40%的增长率。但是，如果公司继续这种高增长，那么，在第 10 年将需要新增销售收入 5 900 万美元才能达到 40%的增长率。

绝对地说，销售量无限期地增长在数学计算上是可能的。但是，远远超出国内生产总值（gross domestic product，GDP）年增长水平的增长率几乎是不可能维持的。根据定义，某类产品的增长率较 GDP 高时，其对年度 GDP 的贡献将占到一个较大的比重。然而，随着产量的扩大，要转变消费者的支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出模式来适应特定产品的持续高增长将变得越来越困难。

市场份额约束 在损害其他竞争者利益的前提下，通过扩大销售，公司在一段时间内可能突破在市场中和整体经济中增长的限制。但是，即使这种增长是通过市场份额的扩张，而不是通过产品市场需求的扩大来实现的，公司的未来增长也最终会达到极限。例如，假设某产品占10%的市场份额，年增长25%，而整个市场需求每年仅增长5%。要想保持稳定增长，第14年，该高增长企业必须获得115%的市场份额（先不说数学上不可能达到，企业的这种高增长也会被反垄断机构所限制）。

基本的经济因素分析，加上复利表，向分析师证明了所有的高增长都会有终止的一天。这是一个残酷的现实，也必然会最终反映在股价中。然而，财务报告却经常编故事。考虑这一切所面临的风险，这显然是有悖常理的，也终究会被揭穿。财务报表的使用者应该了解那些最常听到的公司版“杰克与豆茎”（Jack and the Beanstalk）的故事，识破盈利无限增长的谎言。

1.4.2 对增长下滑的常见解释

“公司年度之间的比较被歪曲了” 认识到投资者对增长下滑的敏感，面临盈利减速增长的公司通常会用一些标准化的解释来说服投资者，让他们相信公司盈利增长的基本趋势依然是保持了历史水平（见图1—2）。对这些所谓异常的、低于趋势线的盈利状况，公司可能会将其归咎于气候反常。或者，公司可能会借口由于一时的生产困难造成了延迟交货（不是取消，仅仅是延

16

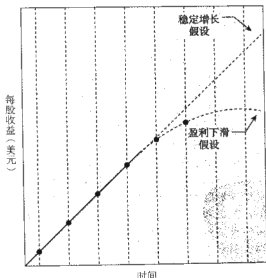


图1—2 “公司年度之间的比较被歪曲了”

说明：最近的盈利数据仅仅是偏值（或异常值）还是增长下滑的开始，只有经过一段时间之后才知道。但是，企业会积极地强调前一种假设。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迟）。有意思的是，公司认为正是由于公司的飞速增长带来了一时的生产困难（本来看上去是一个影响股价的消极因素，但是换了一句话说，就变成积极的了，公司接受的订单超过了其处理速度——这确实是一个“高档次”的困难）。广泛宣传的一些宏观经济事项，如千年虫（Y2K）问题，也受到了超出其对盈利实际影响程度的怪罪。但是，不管这些解释听起来有多么合理，分析人员都应该认识到，许多过去所认为的短期异常变动，结果却证实了是盈利下滑的先兆。

“新产品会将增长拖回正轨” 当公司提出其成熟产品线会使原有增长趋
17 势继续时，这种解释通常是站不住脚的。此时，如果管理层能宣传一种或两种新产品，将会起到明显的作用。即使该产品还处于开发阶段，一些强烈希望能充分信任公司的投资者仍会坚定地认为盈利会按历史水平持续增长（投资者以高于当前市价的成本融资买入股票时，这种想法会更强烈）。而一个冷静的分析人员会希望有更加充分的理由来说服自己，他们清楚新产品通常都具有较高的失败率。

“公司正从成熟市场转向多元化经营” 如果一家注重增长的公司，其所处的整个行业都出现了缓慢增长。此时，该公司除了将盈利转向高增长业务，可能别无选择。希望获取高盈利，和追求周期性平衡一样，是公司采取多元化战略的主要动机。

多元化经营在 20 世纪 60 年代的“并购”热潮中达到顶峰。在那以前，能否通过处于不同行业、具有不同增长率的公司之间并购来实现高盈利增长还没有积累相应的经验证据。许多公司随后发现，多元化战略在实践中并没有收到理论上的效果。其中一个主要的原因是，它们通常需要为那些各方都趋之若鹜的增长企业支付非常高的市盈率倍数。因此，除非盈利在新的所有权结构下能获得显著增长，否则主并方（acquirer）的投资收益率（return on investment）就必然处于一个较低的水平。在管理层不具备所并购业务的专门知识时，这个问题会更加突出。而如果主并方支付了较高的溢价却只购买了“热门”行业中某个表现一般的公司时，情况会更加糟糕。而事实上，从定义上来看，能并购的行业领先者在数量上总是有限的。

到 20 世纪 80 年代，股票市场又提出了“多元化企业折让”（conglomerate discount）的说法，认为多元化企业的市盈率往往较专业化企业为低。其中一个原因是认为证券分析师可能很难对跨行业经营的企业进行监控。多元化企业的管理层对整个集团的经营负责，其整体价值低于每个组成业务单独上市的价值之和，而不是如管理层所承诺的那样“2+2=5”。

虽然有“多元化企业折让”的说法，企业仍就多元化经营作为一种持续保持高盈利增长的方法进行了诸多尝试。如管理层提出，通过多元化经营，一个业务分部的服务可以“交叉销售”（cross-selling）给另一个业务分部的客
18 户。但是，为什么支付溢价进行企业并购后就比独立的两家企业之间进行交易有利还是没有明确的解释。久经沙场的分析师怀疑，多元化战略一半取决于真正的协同效应（synergy），而另一半则得意于反复无常的并购会计（mergers-and-acquisitions accounting）处理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，财务报表的使用者对于企业以多元化经营获取进一步发展应该采取“展示给我看”的态度（show-me attitude）。这往往只是一个虚构的超平均水平增长，是永远不可能实现的。跨行业经营的公司会遭遇限制专业公司盈利增长的同样的运算问题。

1.5 掩饰或有事项

掩饰重大的或有负债（contingent liabilities）是符合发布者利益的另外一种财务报告方法。由于集体诉讼（class action suit）的出现，即使是净值数十亿美元的公司也有可能因为环境污染或产品质量保证而被提起诉讼。因而，财务报表的发布者通常希望证券分析师关注公司的其他方面。

同时，分析人员也可能回避那些表面上给企业带来破产威胁的索赔要求。他们发现，大规模诉讼通常满足于获得原索赔要求非常小的一部分。并且，诉讼的结果往往取决于案件最终进入审判时才出现的证据（即根据定义如果庭外和解将永远不可能出现）。同时考虑到陪审团可能感情用事，证券分析师认为，在盈利预测中考虑法律风险是一件非常困难的事情，其主要取决于微观经济因素和宏观经济因素。至多，可以将可能影响公司权益的或有事项作为决定市盈率倍数的一个定性因素。

1982 年，曼威乐公司（Manville Corporation）的破产成为分析人员看待法律事件的分水岭。在该公司申请破产之前，建筑材料方面的专家对曼威乐公司所面临的石棉相关疾病的诉讼进行了详细的调查。但是，当该公司在 1982 年 8 月 26 日按《破产法》第 11 章（Chapter 11 of the Bankruptcy Code）提出破产申请时，许多投资者仍然感到很意外。曼威乐公司的股价随即暴跌了 35%。

这种意外部分地取决于披露的程度。该公司在破产前向证交会报告的季
19 报中披露，解决石棉相关诉讼大约需花费 3.5 亿美元，不到曼威乐公司股东权益（8.3 亿美元）的一半。但是，在 8 月 26 日，该公司估计诉讼的潜在损失将不低于 20 亿美元。

对于财务报表分析师来说，曼威乐公司的破产表明，以前所认为的难以想象的事件可能也是合理的。一家在其他方面财务状况都表现良好的公司，可能仅仅因为法律诉讼而导致破产，这已经成为残酷的现实，而问题潜伏多年又将会使得打击加大。曼威乐公司的破产就产生于几十年前因使用该公司生产产品而感染疾病的诉讼。接下来的几年一系列破产申请也说明了石棉相关诉讼的长期性。它主要包括华尔德工业（Walter Industries）公司（1989 年）、国民石膏（National Gypsum）公司（1990 年）、优仕吉（USG Corporation）公司（1993 年；2001 年再次申请破产）、欧文斯科宁（Owens Corning）公司（2000 年）和阿姆斯壮世界工业（Armstrong World Industries）公司（2000 年），这些公司的资产总额都在 10 亿美元以上。

与石棉接触、硅胶乳房填充物、环境灾害（见第 13 章）等相关的破产事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件使分析人员加强了对法律风险的关注。但是，即使是这样，在有些情况下，分析人员仍然会只见树木而不见森林，对面临重大或有负债的公司仍将注意力集中于财务比率的细节之上。对重大诉讼提出相关问题时，也仍然会满足于公司作出的事务性回答。

从报表发布者的角度出发，对于投资关系官员（investor-relations officer）所考虑的重大法律诉讼，公司出于以下几个原因，可能会低估其实际影响。首先，公司经理显然希望能掩饰可能影响其所持有股票或期权（option）价值的风险。其次，作为诉讼的当事人，管理层发现其处于矛盾之中。对于他们来说，很难在告知投资者原告的索赔要求是真实的并且有可能最终胜诉的同时，很好地为公司辩护（毕竟，任何这样的公开承认都可能对公司产生不利影响。因此，完全公正地进行披露可能并不可行）。最后，管理层潜意识里将否认公司陷入困境的说法。对他们来说，承认自己的公司可能由于某些不可控的原因而倒闭，心理上是很难接受的。即便公司拥有盈利增长的良好纪录和稳健的资产负债表，申请破产仍可能是其唯一的出路。

基于以上原因，分析人员必须特别小心。当潜在的或有负债可能影响到
20 既定财务比率的实现时，分析人员要充分进行独立判断。这并不是指对管理层的诚信妄加评论。如果公司管理层总是否认问题的严重性，可能并不表明他们在通过过于乐观的财务报告来刻意地误导分析人员。并且，即使公司管理层冷静地面对现实，也可能不能进行可靠的估计，毕竟，他们从未在具有类似问题的公司工作过。因此，也就没有对事件的最坏可能性进行预计的基础。而对于见过类似公司的分析人员来说，他们对事件会有更多的看法，也会更加客观。另外，分析人员应该与原告方代表进行交流，而不是完全相信公司关于重大诉讼所做的定期报告。原告方的观点虽然不可能完全保持中立，但是能帮助发掘出管理层认定诉讼不成立的一些逻辑缺陷。

1.6 保持怀疑态度的重要性

至此，读者可能明白了为什么本章的标题为“财务报告的逆向选择性”。财务报表的发布者总是选择有利于抬高股价的会计方法，而不是帮助分析师来了解公司真实的财务状况，因此，分析师不能对公司的发展过于乐观，而是应该保持怀疑的态度。如果分析师的工作就是不断地进行否定，提出令人尴尬的问题，让那些希望获取投资者、顾客和供应商好感的公司头疼和讨厌，那么，一些读者可能会认为他们天生就不是当分析师的材料。

与人敌对确实不是一种好的生活方式，本书也不建议财务报表的分析者总是恶言相向。他们应该将报表的发布者看成是篮球友谊赛中的对手。在球场上，他们之间竞争很激烈，而也正是这种竞争增加了比赛的娱乐性。但是，在球场外，所有的人可以一起吃比萨、喝啤酒，玩个痛快。简而言之，财务分析师和投资关系官员对待工作应该像律师那样超然。他们打每一场官司纯粹都是出于想要胜诉的心理，而不在于诉讼本身一定要有多大的内在意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财经记者经常以一种说教的语气来描述财务报告和分析之间的相互妥协。
21 他们一般揭示出虚假的财务报告，并谴责公司的贪婪和欺诈。将编制财务报表看成是正义和邪恶之间的伟大斗争，这可能适合于记者。但是，对于财务分析师来说，想要做好自己的工作并不需要加入道德警察的行列中来。

另一种方法是学着去了解财务报告的一些花招，甚至在一定程度上去欣赏发布者的聪明才智，他们不断地想出新招，误导投资者。我们并不是支持舞弊，而是对于那些隐藏经济实质、同时又并不违法的披露，实在是需要有突出的才智才行。将报表发布者和使用者之间看成是一场比赛，而不关乎道德，分析师会发现站在对方的立场上能更容易地理解其行为。就像象棋大师预计对手的下一步棋一样，分析人员也应该考虑，如果他们处在发布者的位置，将会使用怎样的策略。

“噢，糟糕！”此时，一些读者肯定会想，“起先，本书的作者告诉我，我不能简单地往标准电子表格中填人数字。现在，我又必须去扮演对方的角色，在报表生成之前猜测他们会使用哪些花招。我原以为这本书应该是让我的工作变得更简单，而不是更复杂。”

事实上，本书的目的是为了使读者能成为一个更好的财务分析师。如果能有达成此目标的捷径，笔者将会毫不犹豫地那样去做。但是，财务报告产生的制度环境要求谨慎的分析人员必须超出传统的财务比率计算去做更多的工作。没有本书前述的怀疑态度，财务报表的使用者将会陷入一个对复杂问题提供过于简单回答、对拒绝接受财务报告账面数据的人形成打压之势、且让发布者获益的系统之中。

股票投资就存在这样的内在系统偏差。在广大的投资者中，有许多大型的金融机构，它们利用适当的分析方法进行股票投资组合。同时，也有一些个人投资者，他们并没有接受过财务报表分析的培训，不能很好地评估企业年度和季度盈利报告。二者都是企业重要的筹资来源，从长远来看，也都能从市场经济资本回报中获利。但是，对他们却不能使用相同的方法来兜售股票。

将股票在个人投资者中的热销看成是一个“故事”。有时候，“故事”与某新产品相关，该产品可能具有很大的市场潜力。在另一种情况下，“故事”
22 反映了当前的经济趋势，如利率降低或国防支出递增。还有一些“故事”产生于谣言，特别是与并购相关的消息。大多数“故事”的主要特征都包括承诺高收益、表面上逻辑合理和缺乏数据验证。

分析师对财务报表进行深入研究后得出的股票购买建议，如果能够适应财务分析“外行”的需求，将其转化成软性的、定性的描述是没有坏处的。但是，很多时候，“故事”是源自于股票经纪人，甚至是发布公司的管理层。在这种情况下，“故事”的传播和扩大影响，可能更多地取决于描述性文字的吸引力，而不是支持性分析的可靠性。

个人投资者对“故事”的偏爱不利于推动严肃的财务分析，但是机构投资者也没有带来理想的氛围。虽然最好的投资机构会进行严谨的、富于创造力的研究，但是，许多其他机构仍如本章前述，采取非常机械的方式。它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将财务报表分析简化为预测每股收益，然后得出市盈率倍数。实际上，一些不是很严谨的投资经理通常假定由于这一简单的度量对股票而言较具合理性，因此它可以用来判断投资机会。遗憾的是，许多华尔街的研究报告也迎合了这些机构的做法，在大量数据基础上预测最新盈利，而不考虑分析的全面性。

此外，投资公司并不是唯一让严谨的财务报表分析师感觉格格不入的地方。制造业企业和批发企业的信用部门也都存在其制度的弊端。

首先来看一下“授信审批流程”。“授信”即意味着企业倾向于扩展信用而不是拒绝提供信用。这在某种程度上是正确的。图 1—3 中，“中立”的分界点 A，即接受和拒绝的客户各占一半，可能会错失很多潜在的客户，而这些客户并没有违约的风险。而分界点 B 可能会失去更多的客户，同时也没有任何的信用损失，也不是最优的方案。追求利润最大化的管理层会以分界点 C 为目标。分界点 C 表示，在该信用水平下，会发生应收账款损失，但是新增加客户所带来的利润能抵消该损失，并略有节余。

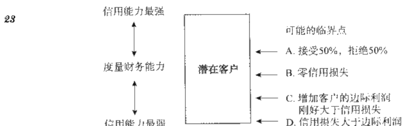
23


图 1—3 对有利信用评估的偏向性

在这种情况下，信用分析人员必须核准一些最终可能违约的客户，即需要分析人员“犯错”。而这些所谓的“错误”在分析人员严格遵从对客户财务报表进行分析后所得结论时，是可以避免的。公司通过避免另一种相反错误（拒绝不会违约的客户，即“误拒”）的产生来弥补这种“误受”错误的成本。

在商业信贷中也存在着类似的压力，需要在收入增长和合理的信用政策中作出权衡。银行或金融公司的财务报表分析师可能会被借款人百般游说，称其是忠实的长期客户，目前出现了临时的困难。或者，借贷人员可能忽视客户的财务比率不符合标准而坚持认为应该予以核准某项贷款，理由是申请借款的单位是一个年轻的、努力发展的企业，其具备成长为大客户的潜力。在贷款需求不足的时期，信贷的例外情况从数量上和程度上都会增加。

在考虑例外情况时，信贷分析人员应该考虑财务报表之外的定性因素。
24 同时，也必须认识到定性因素包括两个方面：有利的和不利的。并且，统计数据表明陷入“临时”困境以及创业的公司通常比较容易出现债务违约情况。

任何一个高风险的公司在希望获取资金时，都会给出貌似合理的理由，让投资者可以忽略对财务比率的考虑。但是，由于这些理由都是华而不实的，总体上来看，这样的借款方大多数都会发生违约。1989—1991 年，美国高收益债券（垃圾债券）出现了一次大规模的违约，这些债券发行的基础是发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司资产负债表外的资产。发行方告诉债券投资者，伟大的梦想加上管理层的抱负足以使企业保持偿债能力。另外一次大规模的违约发生在 2001 年，当时处于发展早期的电信行业几乎没有任何的财务数据可供计算比率。向这些新生企业贷出资金的基本理由是认为新技术突飞猛进的发展能提供各种电信服务，而人们对电信服务的需求是无限的。①

不可否认，一些符合量化标准的企业可能也会发生违约。不同的是，分析人员能将财务比率与历史记录相比较，从而判断用其作为预测破产（见第 13 章）可能性指标的可靠性。而在企业申请贷款时，异质的定性因素不能用来评估企业价值，历史对比是行不通的。因此，对于分析人员来说，主要依靠数据要比在定性因素中进行取舍更可靠一些。

1.7 小　结

本章的一个主要目标是对以往财务报表分析进行补充。在会计原则、现金流量和标准比率的定义之外，分析人员还需考虑公司管理层的动机，以及其所处组织环境的动态性。忽略这些因素将导致分析人员对发布者与报表使用者之间进行沟通的基本动机形成错误的假设。

并且，如果分析人员不了解企业的运作，就可能对分析结论进行错误的推断。当充分分析后所得出的结论被认为是“错误的”时，分析人员需弄清楚这到底是反映了分析本身的不足，还是迫于上级的意愿使然。有时，高管层为支持其利用闲置资金（进行投资）或者进一步筹集借款资金的行为，会
25 使财务报表分析服从相关决策。通常在这种时候，企业会以财务报表分析的原则已经发生了根本变化来说服自己，从而使其行为合理化。分析人员不必采用放弃分析工作这种极端的方式来进行抗议，不过，如果他们能够避免一些常用伎俩的误导，也还是大有裨益的。

当然，至今为止有关财务报表分析的文献并没有完全忽略组织行为。一般的，学术研究将报表发布者界定为追求利润最大化目标的企业，当企业能合法地高估盈利且这种行为将有助于提升权益的市场估价时，它们会选择这样做。该模型滞后于财务金融学其他分支的研究。② 其不再将企业作为一个统一的、持续追求单一的、股价最大化目标的整体，而认为企业是由具有不同利益取向的个人所组成的集合体。

利用这一更趋复杂的模型，分析人员可以阐明一个令人费解的财务报告行为。由于企业终将受到惩罚，高估利润的行为从长远来看似乎是得不偿失的。例如，假设企业将资产在较长的时期内折旧，该折旧年限与补偿资产的

---

① 随着 1999 年 12 月 31 日的临近，专家发出警告，由于计算机用两位数表示年份，到 2000 年 1 月 1 日时会误将其误认为 1900 年 1 月 1 日，从而造成一切与日期有关的程序发生混乱。许多公司就将 1999 年下半年的销售不景气归因于客户不愿意在混乱即将发生前作出任何的重大承诺，结果证明这种担心是被严重夸大了。

② 参见 Michael C. Jensen and William H. Meckling Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 1976, (3): 305～360.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物理损耗及技术革新的速度不相符合。当需要重置现有资产时，企业面临两个选择。一是将设备未折旧余额一次性转销，由于已经过时，设备转让价值很小，从而影响企业的当期盈利。另外，企业可以推迟更新设备，这样企业将失去竞争优势，并影响未来的盈利能力。试想，如果企业最初即没有高估盈利，虽然可能影响当时投资者对企业的评价，那么企业目前所面临的状况是否要好一些呢？

如果分析人员从管理者的角度来考虑问题，就可以获得对企业行为的一种可能解释。当企业通过低估折旧“借入”报告盈利时，其推算需要在某个时点进行“偿付”，而该时点可能超出高管的任期。一个计划在5年后退休、且任期内的薪酬基于报告盈利增长的首席执行官，会以未来经营业绩为代价来夸大本期盈利。换句话说，企业所有者的长期利益可能与其代理者，即获取报酬的经理人的短期利益并不一致。

显然，分析人员不可能在所有的情况下都能洞悉管理层的真实动机。但是，对财务报告目标的认识还是有好处的，这里所说的目标不是初级会计学
26 教材所假定的目标。不考虑其他情况，当认识到管理层有耍伎俩的动机时，这会鼓励分析人员在公司出现披露不实的情况下更加相信自己的直觉。在既定情形下，管理层可能认为坚持己见、拒绝变动是消除分析人员对其显然错误决策进行批判的最好办法。即使首席执行官能不露声色地摆脱困境，但错误终究是错误。认识到管理层致力于利己目标的实现，分析人员将会提前防备。他们对管理层总是为获取股东长期利益而进行艰难决策的说法表示怀疑，而对此公司的外部人并不能识别。

认识到财务报告的责任应由作出披露的人承担，现在，分析人员就可以对基本的财务报表进行分析了。揭示财务报表所隐藏信息的方法，以及其所隐藏信息的具体内容，就构成了接下来3章的核心内容。从基础知识的掌握到利用最后两章所给出的方法进行投资决策，都必须总是保持怀疑的态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

基本的财务报表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章

资产负债表

资产负债表是一个伟大的发明，但是，它也有两个主要的缺陷。第一，从理论上来说，资产负债表应该可用来汇总企业所拥有的所有资产的价值，但实务中这些价值量经常让人难以捉摸。第二，许多事物都拥有价值，应该被确认为资产。但是，由于价值不能计量，从而不能记录于资产负债表上。例如，服务业的所有者总是说“我们的资产每晚都在迅速下降”。每个人都认识到企业拥有“人力资本”——员工所拥有的技能和创造性，但是却没有能够精确计量人力资本以将其反映于资产负债表的方法。会计人员并没有将所有的无形资产（intangible assets）都排除在资产负债表之外，而是主观地将其分为允许（计量反映）的和禁止（计量反映）的两大类。①

20世纪90年代末，随着许多大公司智力资本占资产比重的增加，对资产会计处理的学术争论愈演愈烈。五大会计师事务所之一的安达信（Arthur Andersen）进行的研究表明，1978—1999年，美国上市公司的账面价值占股票市值的比重从95%下降为71%。② 投资者越来越愿意为传统资产之外的事物支付成本。这些传统资产是由公认会计原则规范的，包括厂房、机器、存货、应收款项和一些资本化支出。

① 会计行业将资产定义为“过去的交易或事项形成并由企业拥有或控制的未来经济利益”（Statement of Financial Accounting Concepts No. 6, Financial Aaounting Standards Board, Stamford, Connecticut, December 1985, p. 10）。

② Barry Libert and Barbara Sayre Casey, "Accounting for Value" (letter to editor) *Barron's*, 2000-12-11 (65).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至一些新成立的网络公司几乎没有实物资产，却获得了巨大的市场价值（market capitalization），其价值来源于能带来未来高额利润的“商业模式”。通过大量的广告建立起用户基础，这种方式成本较为高昂。但是投资者相信，用户忠诚度终有一天会转化成企业丰富的收入来源。

30 在2000年的“科技灾难”中，许多网络公司的市值蒸发了，但是信息密集型的新经济与传统资产概念之间的不匹配却依然存在。会计学者认为，财务报告实践起源于制造业占主导地位的时代，会低估研发支出所产生的价值，公认会计原则不允许对研发费用资本化。他们进一步发现，传统会计只有在资产出售时才确认其价值增值。纽约大学的巴鲁克·列夫（Baruch Lev）认为，“在当今的经济环境下，交易不再是价值产生或贬损的唯一基础，因此，传统会计系统在反映经济实质上存在缺陷。”他举例说明，药品通过临床测试或者软件程序成功通过 Beta 测试都会提升价值，“但由于并没有金钱交易，所以并没有会计事项发生。”①

2.1 价值计量

会计人员所努力解决的价值计量问题一直以来也困扰着哲学家、经济学家、税务稽核人员以及司法机关。数个世纪以来，道德哲学家坚持认为，商业交易中应该使用“公允”价值的概念。早期的经济学家尝试着根据计算产品中所包含劳动力的单位数来获得产品的内在价值（intrinsic value）。对不动产（real property）价值的评估也形成了几种不同的方法，包括租金的资本化、基于可比资产的销售价格来推算不动产价值以及在假定资产得到充分利用时估计其价值。虽然债权人之间的协商对最终决策起到重要作用，法院在对破产企业资产进行估价的过程中也发展了类似理论。

在对企业愿景有了较为清晰的认识后，会计行业终于扫清了障碍，将历史成本（historical cost）作为会计系统的计量基础。资产取得或构建的成本具有客观和可验证的优点，因此，作为价值的基准，历史成本与会计的传统原则——谨慎性（conservatism）相一致。

然而，不管具有怎样的优点，历史成本系统也有其自身的缺陷，即使是对会计初学者也显而易见。如前所述，基于交易的计量原则意味着，只有与交易相关，资产才能在资产负债表中得以反映。这一惯例所带来的最常见的
31 问题就是对商誉（goodwill）的处理。由于卓越的品牌效应及与供应商多年以来建立起的紧密关系，A 公司的价值超出其有形资产（tangible assets）的价值。但是，因为不涉及任何交易，该无形价值并没有在 A 公司的资产负债表中得以反映。当 B 公司以支付高于账面价值的溢价购买 A 公司时，该无形资产随即确认。对于财务报表的使用来说，其好处在于 A 公司的资产得到了完

① Jonathan R. Laing, “The New Math: Why an Accounting Guru Wants to Shake Up Some Basic Tenets of His Profession”. *Barron's*, 2000-11-20 (pp. 31～36).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整的反映。但是，另一方面，在C公司与A公司拥有相同的有形资产和无形资产的情况下，由于C公司没有被并购，从资产负债表上来看，A公司的价值却高于C公司。

在历史成本会计系统下，负债也会被歪曲。公司在20世纪50—60年代发行的长期债券，其利率为5%或更低，这些债务在20世纪70年代末期及80年代初期仍未偿还，而此时新发行公司债券的利率已经猛涨至15%或更高。从市场报价来看，这些低利率债券的经济价值已经降至面值的40%。此时，那些有远见（或纯粹出于好运气）将低利率锁定在30年或更长期间的公司，就能获得较其竞争对手的重大成本优势。处在这个位置的公司认为其低成本债务构成了公司的一项资产而不是负债，这种说法有些道理。但是，在公司的账面上，依然按债券面值1 000美元作为债务的入账价值。因此，其资产负债表并没有反映在发生企业并购时，通过在较长期间锁定低成本资金，并购方所能获得的价值。

2.2 可比性

尽管一些人认为不允许将债务金额调整至市场值是主观的，但是如果该规定得到一致遵循，那么他们至少还是可以接受的。然而，并购中的会计处理并非如此。第141号财务会计准则公告（Statement of Financial Accounting Standards 141，SFAS 141）《企业合并》（Business Combination）规定，被并购方负债由于利率变动原因导致其市场价值与账面价值出现重大差异时，必须将负债重估为市场价值，同时，在并购中初次确认商誉时，历史成本原则使得原本可比的公司出现较大差异。另一家拥有低成本债务资金的公司，其具有相同金额的“隐含资产价值”，但仅由于没有发生企业并购，而不能在资产负债表中得以反映。

由债务重估引起的可比性问题在并购完成后的相当长一段时间内仍然持
32 续。但是，对价值调整进行详细说明的注解会最终从并购方年报中消失。在以后年度，人们就不会意识到企业的负债曾经被调低，这种调整不是事实上的价值降低，而是会计惯例使然。

历史成本会计的批评家们反对导致财务报表歪曲反映的做法，他们认为公司应该报告资产的真实经济价值。他们假定存在所谓的真实价值，如果是这样，确定资产的真实价值是形而上学者而不是会计人员的工作。在商业世界，想要确定各利益相关方都认同的价值是非常困难的事情。

人们在寻求资产的真实价值时会遇到许多困难。例如，假定以50 000美元购入一台专业化机器。在机器被投入使用的当天，甚至在折旧率相关问题出现之前，对机器的价值计量就已经意见不一了。购买机器的企业如果认为机器的价格应该要更低一些，就可能并没有支付50 000美元，而抵押贷款的债权方则会更加谨慎。首先，债权人会发现，其以后通过“可比资产”对抵押资产的价值进行监控将变得很困难，因为每年类似产品的产量很小（或者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在定制的情况下根本就不生产）。另外，如果债权人最终被迫接收抵押资产，而资产的专用性质使其只对少数制造业企业有用，因此可能并没有企业愿意按 50 000 美元购入该资产。并且，所有的潜在购买者可能都远在数百英里之外，因此资产在清算时的价值会随运费和重装费而进一步降低。

对专用设备价值计量所遇到的问题，在对象变为存在活跃交易市场的商品，如原油后，就似乎不复存在了。但是，即使是这种类型的资产，其真实价值也不是轻易可得的。由于石油公司频繁地买卖原油储备，因此可以即刻获得其当前的交易价格。然而，由于没有其他直接计量石油储备的方法，这些交易是在对特殊地质层所能形成原油产量进行估计的基础上作出的。即使工程师使用最先进的技术，他们的估计也还是过于依赖推断。并且，油井在最初时按最佳科学方法所预测的速度产油，但仅持续了非常短的时间，最终只生产了预计储备量的一小部分，这种事情屡见不鲜。因此，由于存在不确定性，对于会计人员来说，对原油储备的真实价值进行计量并不现实。财务报表的使用者最多只能期望企业的价值计量是基于可靠信息作出的，并且人们对此还可以提出反对意见。

2.3 价值的“瞬时”消失

由于许多资产的价值计量过于主观，资产负债表容易发生突然的、随心所欲的修改。例如，2001 年 7 月 27 日，通信网络配件制造商 JOS 公司将其商誉价值降低了 448 亿美元。这是时至当时公司历史上最大的核销金额。

该公司经济价值的大幅下降并不是在一天之内发生的。早在几个月前，JDS 公司就曾提醒投资者公司将会发生一笔巨大的核销，这源于公司在 20 世纪 90 年代末通信行业繁荣时期所并购业务的衰退。[①] 但是，如果投资者完全依赖 JDS 公司的资产负债表，他们将会认为此次价值损失是突然事件。

在 JDS 公司事件发生前不久，北电网络公司（Nortel Networks）将其商誉核减了 123 亿美元，互联网软件及光纤领域的一些大公司也紧随其后。但是，发生价值“瞬间”蒸发的也不仅限于高科技公司。2000 年第 4 季度，油漆及相关产品制造商宣威·威廉姆斯公司（Sherwin-Williams）确认了 3.52 亿美元（税后 2.936 亿美元）的减值损失，而这大部分来源于商誉的下降，其商誉产生于公司一系列的并购活动。即使在确认巨额减值损失后，商誉仍然占到宣威·威廉姆斯公司资产的 18.8%，占股东权益的 47.9%。

简而言之，新经济公司和旧经济公司的账面资产价值都可能出现突发性损失。因此，财务报表的使用者不能假定资产负债表上的数字总与资产的当前经济价值相符，而只能合理预期这些数字是根据公认会计原则计算的，问题的关键在于把握这些会计惯例与现实之间的关系。

---

① Barnaby J. Feder, "JDS Uniphase Will Write Down $44.8 Billion in Assets," *New York Times*, 2001-07-27, pp. (C1, C2).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果分析人员认为这是一项艰巨的任务，则可以参考债券评级机构（bond rating agency）（参见第 13 章）的报告。债券评级机构通过详细审阅财务报表来识别经济实质。2001 年数百亿美元的核销并没有如人们所期望的那样引起大幅的降级。这是因为，在前述公司核销资产价值时，穆迪（Moody's）公司和标准普尔（Standard & Poor's）公司并没有将会计价值的变动等同于对债权人保护的下降。当然，公司核销 10 亿美元商誉时，其资产对负债比（the ratio of assets to liabilities）会下降。但是，其有形资产对负债的比率并不会改变。虽然评级机构对两个指标都关注，但是通常更重视剔除无形资产，如商誉之后的比率。

2.4 商 誉

34 在整个 20 世纪 90 年代末新经济的迅猛发展时期，穆迪公司和标准普尔公司对无形资产的价值持怀疑态度，这与当时的市场主流观点相悖。一种较为新颖的观点认为，根据公认会计原则所编制的资产负债表低估了动态行业，如计算机软件和电子商务（e-commerce）公司的价值。这些公司的盈利能力及其持续发展来源于商业灵感和创新的经营模式，并非“钢筋水泥”，而传统会计是为后者设计的。因此，为适应新经济形势，会计准则制定者必须将所有原费用化支出进行资本化，并反映在资产负债表的资产方。在这种背景下，分析人员质疑商誉这一公认会计原则下的合理科目是比较保守的做法。

事实上，JDS 公司巨额核销前股市的亢奋即说明了评级机构对商誉持怀疑态度的原因。通过以股换股的并购交易，20 世纪 90 年代末股价的急剧上升得以在资产负债表中反映，而不管公司股价变动不影响账面净值的一般假设。与将卖出股票的现金流入作为公司收入确认（参见第 3 章）的做法一样，这也是一种典型的“金融炼金术”（financial alchemy）。

表 2—1 描述了股价上涨与商誉增加之间的关系。情景 I 中，主并公司（amalgamator）和被并公司（consolidator）股票市盈率都为 1。主并公司和被并公司的股东权益（shareholders' equity）分别为 2 亿美元和 0.6 亿美元，等于公司的市场价值（market capitalization）。主并公司用 0.8 亿美元的库藏股（treasury stock）并购被并公司，即支付了占被并公司市场价值 $33\frac{1}{3}$%的溢价（premium）。

现在对信用品质的一个重要指标进行分析。在并购前，主并方和被并方的总资产对总负债比率（参见第 13 章）分别为 1.25 和 1.18。在换股并购中（stock-for-stock acquisition）并没有产生新的实物资产（如现金、存货或厂房），也没有减少任何现有负债。从逻辑上来说，被并方的 1.18 会拉低合并方的 1.25，使得合并后公司（combined company）的数值居于二者之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

35 **表 2—1** **预计资产负债表，20××年 12 月 31 日** 单位：百万美元

	主并公司	被并公司	并购价格	合并后公司预计值
情景Ⅰ				
有形资产	$1 000	$400		$1 400
无形资产	0	0		20
总资产	1 000	400		1 420
负债	800	340		1 140
股东权益	200	60	80	280
负债和股东权益合计	$1 000	$400		$1 420
有形资产/总负债	1.25	1.18		1.23
总资产/总负债	1.25	1.18		1.25
市场价值	200	60		280
情景Ⅱ				
有形资产	$1 000	$400		$1 400
无形资产	0	0		60
总资产	1 000	400		1 460
负债	800	340		1 140
所有者权益	200	60	120	320
负债和所有者权益合计	$1 000	$400		$1 460
总资产/总负债	1.25	1.18		1.28
有形资产/总负债	1.25	1.18		1.23
市场价值	300	90		320

然而，事实上并购后总资产对总负债的比率却为 1.25。通过支付被并方有形资产价值溢价，主并方产生了 0.2 亿美元的商誉。该无形资产虽然仅占合并后公司总资产的 1.4%，却足以使主并公司在不影响债务指标的基础上并购一家偿债能力欠佳的公司。

如果上述结论看上去不尽合理，我们来看一下情景 II。如表 2—1 所示，股市回暖使得两家公司的股票都涨至其账面价值的 1.5 倍，而主并方和被并方总资产对总负债比率依然维持在 1.25 和 1.18 的水平。对于保守的债券投资者来说，股市的狂热可能会瞬间消失，账面资产不受狂热股市影响而依然按历史成本减折旧后的金额列示，会让他们倍感安心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

36 在情景Ⅰ中，主并方支付占被并方市场价值 $33\frac{1}{3}\%$ 的溢价来完成并购。在市场价值上升的情况下，为达到此溢价水平，并购价格从 0.8 亿美元增加到 1.2 亿美元。此时，并购产生的商誉不再是 0.2 亿美元，而是 0.6 亿美元的无形资产。

当保守的债券投资者计算并购后公司的总资产对总负债的比率时，他们会惊人地发现，将总资产与总负债比率分别为 1.25 和 1.18 的两家公司合并后，不知出于怎样的原因，合并后公司的比率竟然为 1.28。并且，通过简单的计算可知，如果主并方支付一个更好的并购价格，合并后公司的比率将更高。由此看来，对于公司来说，改善信用品质的最简单方法就是以高价进行换股并购了。

显然，这是个荒谬的结论。事实上，情景Ⅱ中应收账款、存货和机器等可用于出售以偿债的资产相比情景Ⅰ并没有增加。在给定主并方总资产对总负债比率高于被并方情况下，合并后公司的比率必然低于主并方。并且，依常识判断，相比按公允价格并购，主并方按较高溢价进行并购时，并不会因此就真正提高信用品质。

这种情况下，解决该逻辑矛盾的一种简单方法是，在计算资产对负债比率时将商誉剔除。如表 2—1 所示，主并方在并购被并方后，有形资产对总负债比率在情景Ⅰ和情景Ⅱ中均为 1.23。该结论最为准确地反映了经济现实。为了确保获得常识性结论，信用分析人员应该借鉴信用评级机构的做法，在计算资产负债表比率时，同时考虑含商誉和其他无形资产的情形和剔除无形资产的情形，并且对后者予以更多的关注。

基于有形资产的计算并不等于说无形资产就不重要。主并方如果能在明天即将被并公司转手或卖出，就有可能实现 0.6 亿美元无形资产的全部或部分。但是，这几乎是不可能发生的。比较可能的情形是，几年后当股票从当前高位下跌之后，将被并方卖出。在这种情况下，0.6 亿美元是不可能完全实现的。

即使不考虑股价下跌的可能，在基于资产负债表进行信用品质分析时，
37 也应该剔除或降低商誉的价值。与存货或应收账款不同，商誉不是可以出售或让售（factor）以变现的资产。商誉也不能同厂房和设备一样用于售后回租（sale-leaseback）。简言之，商誉不是在公司发生财务困境时管理层可以将其变现或用于筹资的独立资产。因此，在对资产保护的分析中，将商誉包含在内是有问题的。

总的说来，在 20 世纪 90 年代，评级机构抵住诱惑，给出了合理的判断。由于一些狂热的情绪助长了所有类型无形资产的价值，评级机构不断将分析转向关键资产负债表利率中仅含有形资产的指标。因此，基本上，在公司突然增加无形资产价值时，并不会改变穆迪和标准普尔公司对其的信用评级。

一般而言，资产核销并不会使公司的信用评级下跌。有时，在宣告核销的同时会披露之前未确认的、由经营活动所引起的资产减值损失。这种情况下会降低公司的信用评级。另外，有时核销还会伴随着关闭特定经营活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与之相关的遣散成本（员工辞退支出）会使企业发生较大的现金流出，从而使企业财务状况恶化。最后，核销可能会使企业违反债务契约（参见第 12 章）的规定。债权人可能因此而取消公司的信用额度，使企业陷入流动性危机。但是，仅仅是账面上的调整并不能代表信用品质的下降。

2.5 旧经济模式下的价值损失

高科技企业，如 JDS 公司的商誉核销成为财经新闻的头条，但是商誉核销绝不是资产负债表内资产价值瞬间、急剧下降的唯一形式。在“旧经济”模式下，大量的制造业企业只能赚取低技术含量产品的低边际利润，其未来盈利能力较弱。常见的弊端有激烈的价格竞争以及由于近期压力需要留存现金而对厂房、设备的现代化投资不足。由于其固定资产收益率的持续下降，基本商品，如纸、化工产品和钢铁等生产商必然会最终面临报告资产的永久减值。

38 在公司收益率持续较低的情况下，要想精确预测未来会计价值的减少幅度是不可能的。毕竟，企业不能完全把握其被高估的净值，特别是在企业发展的第一个阶段更是如此。但是，要想估计预期减值幅度，分析人员可以根据可比公司的收益率来调整资产负债表上的股东价值。

举例说明，假设 Z 公司在过去 5 年的平均净收益为 0.24 亿美元。由于盈利的大部分用于支付股利，公司的股东权益一直维持在大约 3 亿美元的水平。另外，假定同期标准普尔 400 指数内公司的平均收益率为 14%。

3 亿美元是 Z 公司权益的真实价值吗？如果是，就意味着投资者愿意持有该公司的股票，并获取 8%（0.24 除以 3）的收益率，而其他股票能提供 14%的收益率。投资者似乎没有明显的理由自愿作出牺牲。因此，Z 公司的账面价值肯定被高估了。

该低利润公司权益真实价值的合理估计应该是使其权益收益率等于当前市场平均水平时的值：

$$\frac{\text{Z 公司平均盈利}}{X} = \text{美国公司平均权益收益率}$$

$$\frac{0.24\ \text{亿美元}}{X} = 14\%$$

$$X = 1.71\ \text{亿美元}$$

这种调整业绩较差公司股东权益的方法作为一般指南是有用的，但是它也忽略了许多重要的细节。首先，投资者可能认为 Z 公司风险水平要高于平均公司，因此持有该公司股票可能会要求一个高于 14%的收益率。其次，在衡量公司业绩方面，现金流量（参见第 4 章）可能要优于净利润。这就意味着，应该调整现金流占市值比，而不是权益收益率。另外，投资者的收益率要求反映的是未来期望收益，而不是历史收益。根据企业发展前景，Z 公司
39 或者假定未来 5 年的利润水平会比过去 5 年要高，或者假定利润会进一步下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降。同理，证券分析人员可以预期其他股票在未来年度的收益率高于或低于14%。因此，似乎是分析人员在寻求真实价值的路上走得越远，真实价值的概念就变得越发模糊不清。

2.6 难以捉摸的真实权益

经济学家认为，财务报表分析者真正追寻的而又不能在资产负债表中获得的是权益。学术研究中，权益不是指会计账面价值，而是属于公司所有者的未来现金流量的现值。例如，企业从商标中获取巨大盈利，而商标由于是内部形成、而非并购的，因此不具有会计价值。由商标所带来盈利的现值应该包含在经济学家所定义的权益中，但不包含在会计人员所定义的权益中，因此，在两者之间就会出现很大的差异。

经济学家和会计人员对权益不同定义的差别在出现负权益时会更加明显。在经济学家看来，权益小于零是破产（bankruptcy）的同义词。理由是，当公司负债超过所有未来盈利的现值时，所有者将不会继续偿债。他们会停止向贷款人和供应商付款，从而促使债权人申请企业破产以获得受偿。另外，假设一家非常成功的公司，其未来收益的现值远远超出负债价值。如果该公司遭遇发展不顺，连续几年出现亏损，并核销了部分业务，其资产的账面价值就降至负债以下。从会计角度看，其结果是股东权益为负。但是，资产的经济价值可能仍然超过负债的账面价值。在这种情况下，公司没有理由暂停偿债或申请破产。

杠杆资本重组（leveraged recapitalization）也会带来负的股东权益，这种交易曾经在20世纪80年代风靡一时。分析杠杆资本重组，不仅仅在于它能为分析经济权益和会计权益之间的差异提供一些见解，并且它们还可能给企业带来价值。如果股价同20世纪80年代一样低迷，利用借入资金大量回购股票就能轻易地使企业卷土重来。

40 杠杆资本重组表明是为了应对企业股价偏低的问题，但同时还可以用来抵御敌意收购（hostile takeover）。假设在公司流通股股数急剧减少时，支持现任管理层的几个大股东依然保留其所持有的股票。这样，股东的所有权比例会有较大的上升。如果一切顺利，杠杆资本重组可以起到一石二鸟的作用，一方面可以巩固内部人对公司的控制，同时还能提升股价，使敌意收购中处置股票的股东获得好处。

如表2—2所示，斯拉加德公司（Sluggard Corporation）股票市盈率仅为9.3倍，股价为每股25美元。股东要求管理层改善公司经营业绩，探索溢价卖出公司的可能性，或者退职让贤以提升股东价值。反对现任管理层的股东甚至任命了自己的董事，他们将取消无利可图的业务，并且替换现任首席执行官。

管理层反对股东的说法，他们认为真正的问题在于股票市场。善变的、追求短期利益的投资者对公司长期发展没有起到应有的作用。首席执行官认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，在当前的市场环境下，斯拉加德公司被一家大公司购入并不能让股东实现其全部投资价值。

41 **表 2—2** **杠杆资本重组（示例）** 单位：百万美元

斯拉加德公司
简明资产负债表和损益表
20××年 12 月 31 日

	重组前	重组交易	预计值
流动资产	$ 500	$ 0	$ 500
固定资产	1 500	0	1 500
总资产	2 000	0	2 000
流动负债	250	0	250
长期债务	850	+960	1 810
股东权益	900	(960)	(60)
负债和权益合计	2 000		2 000
息税前收益	252	0	252
利息费用	68	+115	183
税前利润	184		69
所得税	63		23
净利润	$ 121		$ 46
流通股（单位：百万股）	45		13
每股权益	$ 20		$ (4.62)
每股市场价格	$ 25		$ 30
每股购买价格	30		N. A.
新借入资金利率	12.0%		
购买股数（百万股）	32		
每股收益	$ 2.69		$ 3.54
股东权益收益率	13.4%		N. M.
利息倍数	3.7X		1.4X
长期负债占总资产比	48.6%		103.4%
市盈率（以市价计算）	9.3X		8.5X

为满足股东的合理要求，同时保持公司投资现有项目的能力，管理层和董事会宣布了一项大胆的财务计划。公司将要约收购（tender for）其 4 500 万流通股中的 3 200 万股，收购价格为当前市场价格溢价 20%，也即每股 30 美元。为支付 9.6 亿美元回购股票的价款，斯拉加德公司计划通过发行长期债券来筹资。这将极大地增加企业的债务负担，预计公司每年的利息支出将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从目前的 0.68 亿美元提高到 1.83 亿美元。税后净利润也会因此从 1.21 亿美元下降至 0.46 亿美元。但是，流通股的减少将足以抵消净利润降低的影响。管理层提出，每股收益将从 2.69 美元提高到 3.54 美元。

当然，长期负债占资本比的大幅上升及利息倍数（参见第 13 章）的突然下降将增加企业的财务风险，从而市场会降低公司的市盈率倍数。但是，
42 在合理假设下，要约收购完成后，公司的股票将继续按每股 30 美元的要约价进行交易。相应的，当前对管理层不满的股东将有机会按较高的溢价卖出其所持有的部分股票，也能获得未来股价大幅上涨的好处。另外，今后几年，公司计划将经营活动所产生的现金用于偿还债务。为此，必须关注重组计划所产生的问题，即大额利息支出增加了企业所面临的财务困境风险。

20 世纪 80 年代，许多进行杠杆收购（leveraged buyouts）或者杠杆资本重组的知名公司纷纷破产，投资者由此产生的对斯拉加德公司扩大债务负担的担忧绝不是没有道理的。实际上，在杠杆资本重组广受青睐的时期，许多经验丰富的财务分析师从一开始就察觉到杠杆资本重组可能会走向破产。从他们的经验来看，出现类似表 2—2 的－6 000 万美元损失的，都是面临破产的公司，这些公司由于持续的损失而消耗了所有的留存收益（retained earnings）。一般而言，这些公司不仅从经济学上来说面临负的权益，从会计角度来看也是如此。

然而，杠杆资本重组也可能有其他的表现形式。其负的股东权益可能产生于复式记账（double-entry-bookkeeping）原则。和其他资产收购方式不同，公司回购股票，并不是简单地由一种类型的资产（现金）代替另一种资产负债表上的资产（比如存货、厂房或者设备）。与现金减少相对应的会计分录是股东权益（shareholders' equity）的减少。表 2—2 中，斯拉加德公司支付了高于账面价值（book value）的溢价（premium），其结果是以高于账面股东权益（stated shareholders' equity）的金额回购了少于 100%的股份。

尽管公司出现了负的股东权益，斯拉加德公司并不是一定要面临即刻破产的局面。虽然和以前相比利润额较低，但公司的税前收益（pretax earnings）仍然能弥补成本。并且，斯拉加德公司仍在继续盈利，其市值为每股 30 美元乘以 1 300 万股股票，或者说 3.9 亿美元。这在经济学家看来是较为普遍的现象，即不管财务报表上如何反映，公司仍然具有显著的正权益。

2.7 基于市场价值权益的利弊

经济学家对权益在理论上较为精确的定义是预期未来现金流（expected future cash flows）的现值（present value）。实践中，财务分析师依靠市场价
43 值（market capitalization）来估算公司权益。如果试图通过传统财务报告系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统来获得相关信息则是较为困难的。原因在于传统会计倾向于反映那些能够被客观计量的事项。而不幸的是，未来收益（future earnings）和现金流（cash flows）都是难以观测的。并且，计算现值需要选择一个代表公司资本成本（cost of capital）的折现率（discount rate）。而确定折现率是金融领域一个众所周知的颇具争议的主题，其由于棘手的税务问题和风险调整而变得非常复杂。简而言之，用于计算经济学家所谓的权益所需要的数据并不是会计师们乐于处理的。在会计师看来，能通过已付支票（canceled check）进行独立验证的发票价格才是较为理想的数据。

市场价值除了相对容易计算外，还有其他优点。首先，它代表了一大批分析家和投资者的一致意见，这些分析家和投资者通过持续关注公司未来的盈利前景来进行估值。其次，只要股票交易所开放，那么就可以在任何一天计算出即时的市场价值。这较资产负债表上显示的股东权益具有重大的优势，资产负债表上的数据每 3 个月更新一次。而市场价值会随一些消息及时地调整，比如竞争者突然的产品投放、重要工厂的生产由于爆炸而中止或者联邦储备银行突然提高利率。而这些事件却不能以独立的、可辨认的方式反映在账面价值上。市场价值的倡导者想不出其他更精确地估算真实权益价值的方法。

然而，相对于优点来说，分析者也必须权衡依靠市场价值来估算公司真实权益价值的一些缺陷。一方面，虽然建立在竞争市场上的报价其客观性确实是一个优点，但是也只有拥有上市交易股票的公司才能获得这些数据。对于私有企业（privately owned company）来说，市场价值的拥护者只能通过参考同行业的上市公司数据来获得真实权益的替代值。例如，要计算一家私有造纸商的权益，分析师可以用同行业上市公司的平均市盈率（参见第 14 章）乘以该私有企业的收益来获得。但是，由于没有考虑与特定公司相关事项的影响，这种方法牺牲了市场价值作为真实权益价值衡量标准众多优点中的一个方面。

即使只将市场价值用于公开上市交易的公司，分析师可能还会遇到一些问题。例如，英特尔公司（Intel）是计算机零件的领先制造商。作为代表道琼斯工业指数（Dow Jones Industrial Average）的 30 家公司中名列第三位的大公司，在 2000 年 5 月 13 日，英特尔公司的市场价值是 4 075 亿美元。第二
44 天，道琼斯工业指数下降了 618 点，跌幅为 5.7%。在 5 月 14 日，相比道琼斯工业指数内的其他公司，英特尔公司毫无疑问地损失了更多的市场价值。如果股票市场是一个可以信赖的指标，那么仅仅在一天之内，英特尔公司的权益就缩水了 8.8%，即 357 亿美元。而道琼斯工业指数的总体价值缩水了 2 272亿美元。

无论是出于什么样的理论观点支持将市场价值作为公司的真实权益价值，英特尔公司在 2000 年 5 月 14 日所经历的价值瞬间巨变都应该使我们更加谨慎。这类事件在某种程度上对于任一时刻公司股票的累计市场价格都代表了公司真实价值的说法提出了质疑。对证券价格是内在价值完美反映持怀疑态度的人来说，有时市场价值的突然波动更多的是揭示了市场的波动性（dy-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

namics)，而不是公司盈利预期在短期内的变化。

"行为金融学"(behavioral finance) 的深入研究对相关推论提供了理论支持。与传统的金融经济学家不同，行为金融学家认为，投资者不一定总会准确地处理信息，并且根据经济学家所定义的理性原则来做出行动。行为金融支持者的实证研究表明，市场价格并不是完全遵循公司的内在价值 (intrinsic value)，而是经常对新闻事件做出过度的反应。即使投资者可以根据未来的预期股利来对股票进行估价（参见第 14 章），行为金融学家发现，股票市场的波动性远远不是股利的变动所能解释的。

当然，这些结论仍然存在争议。传统主义者已经对支撑行为金融的实证研究提出了质疑，由此引起了强烈的争论。但是，对那些难以相信英特尔公司的市场价值在一天之内骤减 357 亿美元是公司权益价值的真实反映的分析师来说，行为金融学的研究结论给他们提供了精神上的支持。

因此，市场价值是一个有用的工具，但是也不能盲目地运用。最后，"真实"权益仍然是令人难以捉摸的。分析师应该采取一种变通的态度，而不是一味追求理论上的必然，应该根据特殊的应用情况采取最有用的权益价值计量方法。

例如，通过以历史成本为基础的资产负债表数据，可以评估公司违反债务契约 (loan covenant) 的风险，该债务契约要求公司维持债务资本比 (ratio of debt to net worth) 的最小值（参见第 12 章）。而对于评估债权人资产保护
45 程度的清算分析师来说，历史成本数据具有较低的相关性。也就是说，如果出售一家公司来偿付债务，相对于资产的账面成本，其售出价格可能更接近资产的当前市场价值。

然而，任何计量方法都不可能完全等同于出售公司所实现的实际收益。在作出清算决定和具体执行的间隔期内，公司的市场价值都可能会由于股票市场本身的波动而发生重大变化。同样的道理，特定资产在资产负债表上的当前价值，可能由于没有及时确认减值损失 (impairment) 而被高估，或者由于没有确认未实现升值而被低估。

2.8 未披露风险

披露是使获取真实权益值变得复杂的另一个因素。尽管存在上述缺陷，只要分析师相信投资者能获得所有影响公司权益价值的重要信息并据以来进行估价，分析师也会愿意在特定情况下运用市场价值。然而，在实际中，公司的权益价值可能会由于一些事项而发生重大的改变，而这些事项或者没有被披露或者仅进行了有限披露。

1994 年初，大多数分析师还没有意识到金融衍生工具 (financial derivatives) 可能产生的问题（金融衍生工具的定义表明其价值来源于其他资产的价值，比如商品、证券指数)。多年以来，企业已经运用互换 (swap)、结构性金融工具等衍生工具，来对冲利率、汇率和其他成本影响因素的波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随后，一些企业的资金管理人员开始探索进一步利用套期保值（hedging）。他们希望通过正确预测利率变动方向或者不同商品价格的未来关系来获取利润，而不仅仅是努力控制风险。如果他们的预测被证明是错误的，就会产生交易损失。

如果公司了解并且控制了这些交易中存在的风险，它们就是负责任的。通常，这些交易是盈利的，这对于传统业务收益来说是一个不错的补充。

作为一个相对较新的现象，衍生工具的交易还没有很详细的强制性披露（mandatory disclosure）要求。一般而言，企业只需要披露交易规模，并不需要披露交易的条件和风险，一些衍生工具仅并入一般现金账户反映。

46 正当会计准则制定者要求公司扩大衍生工具的披露范围，同时也在考虑对此问题进行新的强制性报告时，突然发生的利率波动给一些大公司带来了沉重的打击，使它们遭受了巨大的交易损失。宝洁公司（Procter & Gamble）在美国和德国进行的两笔利率互换中，一次性承担了 1.02 亿美元的损失。空气化工产品公司（Air Products & Chemicals）在 5 份互换合约中损失了 6 000 万美元。事后该公司承认，其风险分析确实存在问题。戴尔电脑公司（Dell Computer）在衍生工具和其他与利率相关的投资中遭受了 2 630 万美元的损失（所有的数据都是税后的）。

这些公告所带来的震动可能会使公司在使用衍生工具时变得更加谨慎。另外，巨额损失也为那些呼吁完全披露的人提供了支持。《第 133 号财务会计准则公告》（Statement of Financial Accounting Standards 133，SFAS 133）（即《衍生工具、类似金融工具和套期保值活动的会计处理》，Accounting for Derivatives and Similar Instruments and Hedging Activities）要求所有的衍生工具以公允价值（fair value）来记录资产或者负债。如果价值发生变化，根据衍生工具是否被归类于套期保值，产生的收益或者损失应该马上确认或者递延确认。

同时，这些事件强调，即使有严密的和周全的分析，灾难仍然可能发生。财务报表的使用者只能处理他们所拥有的信息，但不是总能获得他们所需要的信息。

尽管在财务会计准则委员会的努力下，衍生工具的披露将更趋全面，但会计规则制定者没有、也不可能总能解决问题。金融市场上的创新不可能停止，这意味着对会计规则制定者来说，他们将不断面临挑战。因此，要发现可能存在的披露问题，分析师必须和金融创新活动保持同步前进。财务报表的使用者可以要求管理层披露尽可能多的细节，并且要关注没有在资产负债表或者附注中说明的风险。

2.9 共同尺度资产负债表

正如 2001 年科技公司发生巨大的资产减值那样，一家公司财务状况的恶化会让投资者大吃一惊，因为它慢慢地发生却被突然地报告出来。即使在风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险发生时就进行报告，扩大的财务风险也有可能不知不觉地降临在分析师身上。许多公司逐渐改变了其资产组合，或者改变了对资产融资的方式。为了发现这些细微的但是往往重大的变化，编制共同尺度资产负债表是很有用的。

48 共同尺度资产负债表也称为百分比资产负债表（percentage balance sheet），它把每一项资产转化为占总资产的百分比，把每一项负债或者权益的组成转化为占负债和权益合计的百分比。如表 2—3 劳氏公司（Lowe's Companies）2000 年的资产负债表就是共同尺度资产负债表，该公司是一个家庭装修零售商。

47 **表 2—3　　劳氏公司的合并资产负债表**　　单位：千美元

	2000 年 1 月 28 日	占总额百分比（%）
资产		
流动资产		
现金及现金等价物	$491 122	5.4
短期投资	77 670	0.9
应收账款净额	147 901	1.6
产成品存货	2 812 361	31.2
递延所得税资产	53 145	0.6
其他流动资产	127 342	1.4
流动资产合计	3 709 541	41.2
固定资产（扣减累计折旧）	5 177 222	57.5
长期投资	31 114	0.3
其他资产	94 446	1.0
资产合计	$9 012 323	100.0
负债和股东权益		
流动负债		
短期负债	$92 475	1.0
一年内到期的长期负债	59 908	0.7
应付账款	1 566 946	17.4
员工退休金计划	101 946	1.1
应付工资	164 003	1.8
其他流动负债	400 676	4.5
流动负债合计	2 385 954	26.5
长期负债（扣除一年内到期的负债）	1 726 579	19.2
递延所得税负债	199 824	2.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

		2000 年 1 月 28 日	占总额百分比（%）
其他长期负债		4 495	—
负债合计		$4 316 852	47.9
股东权益			
优先股—面值 5 美元，未发行			
普通股—面值 0.50 美元，发行且流通			
2000 年 1 月 28 日	382 359		
1999 年 1 月 29 日	374 388	$191 179	2.1
超面值缴入资本		1 755 616	19.5
留存收益		2 761 964	30.6
未实现的限制性股票激励		(12 868)	(0.1)
其他累计综合收入（损失）		(420)	N. M.
股东权益合计		4 695 471	52.1
负债和股东权益合计		$9 012 323	100.0

说明：计算结果存在四舍五入误差。

资料来源：Lowe's Companies Inc，Form 10-K 405，April 26，2000.

举例说明，分析师可以通过观察几个季度的共同尺度资产负债表，来检查存货占总资产的比重是否有显著的提高。这种提高可能表明由于不曾预料的销售下降所造成的存货积压。同样地，应收账款占总资产比的增加可能表明依靠扩大信用条件来提高销售额，或者对于以前赊销款的收回存在问题。而不动产、厂房和设备比重在较长时期内的提高则可能说明公司的业务正变得更加资本密集化（capital intensive），也就意味着固定成本占收入的比重可能正在上升，从而使得公司的收益更趋不稳定。

2.10 小 结

通过对资产负债表中反映的内在价值的研究，本章强调用一种批判性的、而非消极的方法来进行财务报表分析的重要性。对权益报酬率、商誉和杠杆资本重组的讨论强调了本章的主题——难以捉摸的真实价值。仅运用历史成本原则不能使会计价值（accounting value）和经济学家定义的权益相一致，更确切地说，不能和财务分析师的期望相一致。在多数情况下，市场价值可能是一种更好的方法。但是，在某些情况下，可能也会存在将公司股票价值作为价值标准的有效性问题。最后，本章认为财务报表使用者不能停留在所获得数据的背后，而应该对其进行判断从而得出更加合理可靠的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

损益表

49 分析损益表（income statement）的主要目的是判断所报告信息是好的、不好的或者一般的。为了实现这个目标，分析者先要作出一些初步结论，然后，将损益表和以前期间的损益表进行比较，并且和其他公司的报表进行比较。这些步骤在本章中被称为“让数字说话”。

简单的分析技术能够从损益表中提取出大量的信息，而信息的质量比信息数量更应该受到关注。一个负责任的分析师必须确定报表所反映收入、成本和收益的准确程度。深层次的研究还需要注意到由于会计系统缺陷所造成的经济事实被歪曲的问题。

标题为“这些数字有多真实?”的部分描述了信息发布者是如何不知疲倦地运用新技巧来利用财务报告漏洞的。分析师必须是同样的足智多谋，尤其是在过去几年出现了将股票价值上升转化为收入的创新之举，财务报表分析的学习者必须要跟上变化。

3.1 让数字说话

通过观察一般形式的损益表，读者便能够得到--些尽管有限但是很有用的信息。例如，波士顿啤酒公司（Boston Beer）2000 年的损益表（见表 3—1）表明，公司是盈利的而不是亏损的。报表也提供了公司成本结构（cost structure）的一些信息。销售费用、一般费用及管理费用是总成本中最大的组成部分，其超过了产品销售成本。产品销售成本包括原材料和直接人工成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3—1　　波士顿啤酒公司年度损益表　　单位：千美元

	2000 年
销售收入	190 554
产品销售成本	77 741
毛利润	112 813
销售费用、一般费用及管理费用	90 377
折旧前经营收益	22 436
折旧、损耗及摊销	6 316
经营收益	16 120
非经营性收入/费用	2 930
税前利润	19 050
所得税	7 811
净利润	$ 11 239

资料来源：Compustat.

波士顿啤酒公司损益表的一个明显特征是没有利息费用，它反映了公司资产负债表中没有负债。这使公司收益不受利率波动①的影响（注意，即使公司的借款为固定利率），其利息费用在某种程度上也是变化的，这是因为随着利率的波动，公司可能用更高或者更低成本的债务来置换到期负债）。对大部分饮料制造商（主要是工业企业）来说，利率的上升和下降对收益的影响有限。虽然这些饮料制造商并不总是零负债，但是一般来说，利息费用只是它们总成本中很小的一部分。利率变动对银行和金融公司有着极大的影响，这些公司的成本大部分集中在利息费用上。

要想获得关于公司成本结构的更多信息，一个有力的工具是百分比损益表。在这种形式下，损益表中的每一项都以"第一行"（销售额或者收入）数字的百分比形式列示，销售额或者收入则为 100%。将数字转换成这种形式，使得分析者能够将公司的损益表和前一年的损益表，或者和行业可比公司的损益表进行有意义的比较。百分比损益表便于信息的比较，这使它有了另外一个名字，即"共同尺度损益表"。

表 3—2 把波士顿啤酒公司 2000 年的损益表转化为百分比的形式，并且把 2000 年的经营成果和公司 1999 年的数据进行比较。这种形式的损益表进行深入分析的优势是非常明显的。例如，销售费用、一般费用及管理费用占销售额的百分比从 46.1%增加到了 47.4%。

① 严格地说，波士顿啤酒公司并不直接受利率波动的影响。和其他许多公司一样，啤酒制造商的收益对经济活动整体水平的变动比较敏感，而经济活动整体水平又对利率的变动比较敏感。所以，和其他类型的商品相比，啤酒（和一般的非耐用消费品）的需求对于经济活动整体水平的变动并不是很敏感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

51 **表 3—2** **波士顿啤酒公司年度损益表** 单位：百万美元

	2000 年		1999 年	
	金额	百分比（%）	金额	百分比（%）
销售收入	190 554	100.0	176 781	100.0
产品销售成本	77 741	40.8	72 490	41.0
毛利润	112 813	59.2	104 291	59.0
销售费用，一般费用及管理费用	90 377	47.4	81 509	46.1
折旧前经营收益	22 436	11.8	22 782	12.9
折旧、损耗和摊销	6 316	3.3	5 907	3.3
经营收益	16 120	8.5	16 875	9.5
利息费用	0		148	0.01
非经营性收入/费用	2 930	1.5	2 363	1.3
税前利润	19 050	10.0	19 090	10.8
所得税	7 811	4.1	8 010	4.5
净利润	11 239	5.9	11 080	6.3

资料来源：Compustat.

对于不同期间的差异，分析师必须进一步分析其原因。可能存在着以下几种解释：首先，由于竞争正在加剧，迫使公司增加广告和促销费用支出。其次，一般管理成本，如总部员工的薪酬，可能较销售额增加要快。不管是哪种情况，分析师都必须明确基本的趋势，以判断利润的降低是否是暂时的，还是在未来期间可能持续（或者更糟）。

年度报告中管理层讨论及分析（Management's Discussion and Analysis，MD&A）部分可能会有一些关于这个问题的观点。另一个潜在的有用资源是公司的投资者关系官员（investor relations officer，IRO）。然而，在实际中，公司内部发出的评论通常都反映出"过度自信"的经理人的那种根深蒂固的乐观主义倾向。由于长期受到鼓动家影响，公司管理者一般表现出他们能够
52 扭转局势的信心，相信能够把公司从破产法庭上拉回来。因此，分析师应该收集其他来自于公司顾客、供应商、竞争者和债权人，以及长期跟踪调查企业的分析人士对于这种情况的观点。

除了便于比较公司目前和过去的业绩之外，百分比损益表还能够反映出关于公司竞争力的重要情况。表 3—3 显示了波士顿啤酒公司 2000 年的业绩，旁边是安海斯-布希公司（Anheuser-Busch）的业绩，它是领先品牌百威（Budweiser）的制造商。尽管它们的规模有很大差异，但是两家公司可以通过共同尺度损益表进行比较。差别是很明显的，安海斯-布希公司的产品销售成本占销售额的比重为 55.4%，但是波士顿啤酒公司的占比仅为 40.8%。虽然波士顿啤酒公司在毛利上存在明显的优势，但是，安海斯-布希公司却取得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了高达20.3%的经营收益，而波士顿啤酒公司只有8.5%。由于产量较大，安海斯-布希公司能够在更大的收入基础上来分摊广告和其他营销成本。因此，安海斯-布希公司的销售费用、一般费用及管理费用占销售额的比率是17.7%，显著低于波士顿啤酒公司的47.4%。销售费用、一般费用及管理费用的优势使得安海斯-布希公司弥补了利息费用占2.8%的缺陷，最终取得了12.7%的净利率，这是波士顿啤酒公司5.9%的净利润的两倍多。

表3—3　　波士顿啤酒公司和安海斯-布希公司2000年百分比损益表（%）

	波士顿啤酒公司	安海斯-布希公司
销售收入	100.0	100.0
产品销售成本	40.8	55.4
毛利润	59.2	44.6
销售费用、一般费用及管理费用	47.4	17.7
折旧前营业收益	11.8	26.9
折旧、损耗及摊销	3.3	6.6
经营收益	8.5	20.3
利息费用		2.8
非经营性收入/费用	1.5	1.9
税前利润	10.0	19.4
所得税	4.1	6.8
净利润	5.9	12.7

资料来源：Compustat.

53 通过比较经营战略可以解释两家公司产品销售成本占销售额比例存在较大差异的原因。安海斯-布希公司的损益表反映了用传统方式进行经营的巨大成本，它销售的啤酒是由自身拥有和经营的啤酒厂生产的。但是，波士顿啤酒公司很大程度上依靠契约型啤酒酿造，这是一种利用其他公司拥有的啤酒厂的超额生产力（excess capacity）的策略。

一般而言，不论啤酒厂商是自己销售啤酒还是销售给其他契约型啤酒公司，生产一桶啤酒的总成本都是一样的。但是，契约型啤酒酿造对于波士顿啤酒公司确实是经济合算的。不论啤酒厂的经营规模是其总生产能力的60%还是90%，啤酒厂拥有者的固定成本，包括厂房、折旧和利息费用都会发生。如果公司存在闲置生产能力（idle capacity），即使它的啤酒售价仅仅略微高于其变动成本（variable cost），它也可以利用闲置生产能力增加产量，从而提高其利润。因此，运用波士顿啤酒公司战略的公司有能力进行条件谈判，使它分担的固定成本的比例小于享有的啤酒厂产量的比例。这样，它的每桶总成本将会低于啤酒制造商的每桶总成本（参考本章“数字背后：固定成本和变动成本”）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波士顿啤酒公司的管理层坚持认为契约型啤酒酿造有利于质量控制，因为这样公司可以选择运用传统方式酿酒的啤酒厂，并且，在不同地点酿造能够使公司压缩分销成本（distribution cost）。另外，根据波士顿啤酒公司的经验，众多的生产设备能够使公司给顾客发送更新鲜的啤酒，而与其竞争的手工精酿啤酒商只能在大范围内分销一个啤酒厂的产量。由于不强调酿酒经营的所有权，波士顿啤酒公司不仅控制了制造成本，而且固定资产折旧占销售额的比率仅仅是安海斯-布希公司的一半（3.3%：6.6%）。

虽然波士顿啤酒公司大部分的产品来源于契约型酿造，但它也在自己的工厂酿造啤酒。它的波士顿啤酒厂（Boston Brewery）为当地市场供应有限数量的啤酒。另外，在 1997 年 3 月 1 日，通过它的全资子公司森姆·亚当斯啤酒公司（Samuel Adams Brewery Company.），波士顿啤酒公司取得了其位于俄亥俄州辛辛那提的一个独立啤酒厂的所有设备。根据合同协议，在 2000 年 12 月 15 日，波士顿啤酒公司完成了对辛辛那提啤酒厂土地和厂房的收购。

波士顿啤酒公司的管理层认为，与传统契约型酿造（contract brewing）
54 方式的偏离提高了它的酿造弹性。而公司 2000 年和 1994 年首次公开上市发行（initial public offering，IPO）时百分比损益表的比较（见表 3—4）表明，经营战略的变化影响了公司的财务状况。在这一期间，固定资产折旧占销售额的比例增加了 4 倍，从 0.8%上升到 3.3%。固定成本的上升略微提高了公司的经营杠杆，也增大了波士顿啤酒公司收益的内在波动性。但是，在过去 5 年内，公司成功地缩减了产品销售成本占销售额的比率，从而使经营利润率有所提高，从 7.7%上升至 8.5%。

表 3—4　　　　波士顿啤酒公司年度损益表　　　　单位：千美元

	2000 年		1994 年	
	金额	百分比（%）	金额	百分比（%）
销售收入	190 554	100.0	114 833	100.0
产品销售成本	77 741	40.8	51 926	45.2
毛利润	112 813	59.2	62 907	54.8
销售费用、一般费用及管理费用	90 377	47.4	53 096	46.2
折旧前营业收益	22 436	11.8	9 811	8.5
折旧、损耗及摊销	6 316	3.3	925	0.8
经营收益	16 120	8.5	8 886	7.7
利息费用			233	0.2
非经营性收入/费用	2 930	1.5	432	0.4
税前利润	19 050	10.0	9 085	7.9
所得税	7 811	4.1	0	0.0
净利润	11 239	5.9	9 085	7.9

资料来源：Compustat.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波士顿啤酒公司和安海斯-布希公司成本结构的对比，显示了运用百分比损益表的一个潜在缺陷。两家公司经营业务相同，但通过逐一比较成本比率并不能完全说明哪一家公司更有效率。分析师不能由于波士顿啤酒公司具有比安海斯-布希公司较低的产品销售成本占销售额比，便推断其能更经济地采购原材料或者更有效地利用劳动力。这是因为，在百分比数据下，契约型酿造与自产自销的综合性公司相比，即使一个相比较而言无效率的经营者也有可能获得较低的制造成本。

55 对于表面上在同行业竞争，但实际上生产不同产品系列的公司来说，同样的问题也会出现。比如，一些药品制造商也制造和销售医疗设备、非处方药品、化妆品和美容产品。与同行业仅仅专注于处方药的公司相比，多样化经营的制造商可能具有较高的制造成本和较低的研发费用。分析师必须注意，不要将实际上经营战略的差异误认为是管理技巧的优劣之分。与行业的长期观察者进行沟通也许能以适中的成本得到较为精确的解释。总之，分析者必须找寻所报告数字是如何扭曲公司的真实财务状况的证据，这正是本章下一部分的主题。

3.2 这些数据有多真实

许多人被经商这个职业所吸引，这不仅是因为金钱上的诱惑，而是在其他职业中，缺少被客观标准评价的机会。希望提高最后一栏，即公司净利润的欲望挑战着商人，就像一个运动员被打破世界纪录这个可以量化的目标所激励一样，损益表是公司经营的计时器，净利润则是公司在这个赛季赢或输的记录。

商业也和运动一样，单单靠优秀的技巧和团队合作并不一定能赢得冠军，这一点显而易见。棒球队的经理可以通过在球道上打电话抗议来威胁裁判，从而使下一个裁定有利于自己的棒球队。公司有权利解雇它的审计师，并且可能运用这种权利来影响会计决策，这些决策是关于职业判断的问题，而不是一个明确的报告标准。棒球队可以降低主场右边场地的障碍，从而有利于一个有左撇子击球手的团队的发挥；同样，一个公司的管理层可以选择对他们的结果最有利的会计方法。总的来说，如果球队所有者相信击球次数的增加会提高获胜的可能性，他们便会敦促规则委员会（Rules Committee）调低击球板；同样地，如果新的会计准则可能会降低报告收益，很多公司将会尽力阻止它的引入。

56 当业绩评价的标准比评价本身的精确性对参与者更加重要时，人们将会努力变革评价标准。在公司试图将管理层的薪酬与具体财务目标的实现相挂钩时，这是经常发生的情况。奖金与每股收益挂钩的管理者不仅有很强的取得高收益的动机，而且还会通过会计手法，运用合法的方式使数据虚增。

限于篇幅，本章不会对公司运用会计准则虚增收益的所有方法进行详细的介绍，而将通过下面的例子告诉读者准则被歪曲的思维过程。加上对歪曲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准则的人的想法的探究，财务报表的使用者能够发现其他可能遇到的伎俩。

3.2.1 销售额并不是目的

“保证第一栏和最后一栏就能保证企业本身”，这是企业惯例，它强调了从收入（第一栏）到净利润（最后一栏）的重要性。也就是说，如果一个公司想要解决收益问题，它应该集中精力提高销售额。

一般来说，只要通过加强营销能带来销售额的增加，这就是一个好的建议。然而，如果是财务人员通过会计手段造成的收入增加，公司的问题就变得复杂了。一些虚增收入的技巧在公认会计原则允许的范围之内，而另一些则明显地处于法律范围之外。但是，它们都产生了同样的问题，即在提高报告销售额从而增加报告收益的同时，并没有等量地增加现金流量。

通常，当公司的收益和现金流分离到不能继续支撑运营的程度时，最终的结果就是对前期财务报表进行突然调整。在这个过程中，收益和现金流重新变得一致，但是管理层的可信度大大降低了。即使不会发生如此大的震动，通过任意的会计决策来提高收入的行为对分析师来说也是一个灾难。至少，它降低了公司本期财务报表和下期报表之间的可比性。

在 20 世纪 80 年代末，计算机行业的竞争加剧，IBM 公司收入确认的规
57 则引发了批评。管理层的回应是，这样做能更加匹配公司的市场行为。公司延长了付款期限（payment period）；如果价格随后下跌，愿意支付一部分退款（refund）；并且，允许顾客在没有支付任何初始费用时试用设备。关于激进的收入确认（revenue recognition）问题的更多讨论，参见第 6 章。

3.2.2 其他怀疑收入的理由

然而，对分析者来说，公司不会在财务报表附注中披露其人为提高收入的手段。一个公司可能降低适用于未来顾客的信用标准，但没有同时提高反映应收账款损失的坏账准备率。结果是提高了本期的收入和利润，却相应地增加了以后期间的信用损失。另外，制造商可能提供短期折扣来鼓励经销商或者批发商提早订货。这样，和不存在这种激励相比，本季度的销售额和利润会提高，但是，这种差异仅仅是收入从后一个期间转移到前一个期间。如果分析师将这种虚增的季度销售额看做是对未来的预示，他们将会失望。

虽然当期损益表不会提供运用这些虚增收入策略的线索，但是通过一些技巧可以帮助分析师识别人为提高的收入部分。基于历史数据，信用损失的突然增加或者收入的突然减少可能表明，通过运用前述方法，公司前一期间的收入被提高了（这种事后的认识并不是没有价值；发现以前期间有虚增销售额情况的分析师，同样会怀疑未来看似异常的损益表）。基于当期数据，如果一家公司和它的竞争者相比，公布的销售额增长异常，分析师就应该引起注意。如果与公司和其他行业信息的讨论得不到一个令人满意的解释（比如成功的新产品引入），那么很可能人为地操作就是问题的根源。通过这些策略将收入从未来期间转移到本期，行业信息也能提供运用这些手段的直接证据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.2.3 折旧和摊销的最大化利用

除了信用损失的规定条款，通过假设可以控制的另一个重要的费用范畴
58 就是折旧（depreciation）。为防止滥用，分析师应该将一家公司的不动产、厂房和设备的折旧率与同行业公司的折旧率进行比较。一个异常低的折旧率可能表明管理者对固定资产损耗速度的确认是不切实际的，这样就造成了费用的低估和收益的高估。

认识到敏锐的分析师会将其折旧政策和竞争者的规则进行比较，公司通常会声称其正在改变会计政策以努力向行业标准靠拢，而通常并不提及另一个更具说服力的动机，即提高收益的愿望，并在公告中，使用“延长”或者“放开”这样的动词来披露折旧年限（depreciable lives）的变更。

折旧假设——福特·詹姆斯公司和威尔顿钢铁公司

1992 年 4 月，福特·詹姆斯（Fort Howard）公司发布了折旧假设变化的一则公告：

> 在 1992 年第一季度，公司有预见性地改变了对特定机器和设备的折旧年限的估计。这些变化更好地反映了这类资产的估计可使用期限。因此，公司对经营性设备和其他资本性资产提取折旧成本的年限将和行业标准更加接近。在 1992 年 3 月 31 日之前的 3 个月，这种变化使折旧费用减少了 99 亿美元，使净损失降低了 61 亿美元。

在同一个月，威尔顿钢铁公司（Weirton Steel）更加简明扼要地公布了其折旧会计处理的变更。公司没有改变资产的折旧年限，而是变更了会计政策：

> 威尔顿公司阐述了自 1992 年 1 月 1 日起生效的折旧方法（会计原则）的变化，钢铁制造设备的折旧方法从直线法（straight-line method）变为生产量法（production-variable method），从而调整了直线折旧法以与生产水平相一致。

对于变化的解释，威尔顿公司没有强调和它的同行业钢铁制造者保持一致的愿望。然而，威尔顿公司并不是行业中第一个放弃直线折旧法（较加速
59 折旧法保守的方法）而采用更加灵活的生产量法的公司。在 1992 年第一季度，威尔顿公司折旧会计方法的改变带来了有利的影响，使它的净损失减少了几乎一半。

“改变直线折旧法来反映生产水平”听起来似乎有些道理。但是，分析师应该牢记，这种改变可能是倒退的而不是进步的。由于需求的下降，工厂会出现更多空闲的时间，而公司会记录较少的折旧费用。如果设备变得不能盈利并且暂时停产，而竞争者拥有更低成本、更高技术的先进设备继续运转，就会发生和前面同样的问题。在这些情况下，即使厂房正接近报废，它的账面价值也会降低得很慢。

3.2.4 非经常性项目

对于大部分分析公司损益表的人来说，反映过去信息的资料没有反映未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来信息的资料重要。[①] 例如，去年的收益对公司的股票价格没有直接的影响，公司的股价代表的是未来收益流的折现（参见第 14 章）。因此，权益投资者对一家公司以前年度损益表感兴趣，主要是把它们作为预测未来收益的基础。同样地，在损益表公布之前，债权人（creditor）已经知道公司是否支付了上一年度的到期利息。他们分析这些资料是为了判断本年以及以后年度的支付可能性。

公司除了了解读者会把损益表作为预测未来的一个指标之外，它还认识到使分析形成更为有利的未来预期将能够提高公司的股票价格，并且降低其借贷成本。正因为如此，公司会努力说服报表使用者，损害上年收益的主要因素不会对未来的收益产生不利的影响。达到这个目的的一种方式是，说明公司所遭受的巨大损失在业务的正常范围之外，是反常的，即暗示不可能再次发生。

为了说明损失不同于公司正常的行为方式，公司会在损益表中用单独的一行列示损失，被称为“非经常性项目”（extraordinary item）。注意，非经常性项目的列报是税后的，列示在持续经营所得的收入（或者损失）之后。这种列报方式即暗示损失在正常的业务范围之外，它使损益表的分析者在预测未来业绩时不会过多地考虑这种损失。

60 因为“线下项目”（below the line）具有较强的操作动机，所以会计准则会严格地限制它的使用。根据会计原则委员会（Accounting Principles Board，APB）的相关指导意见，非经常性项目必须是“具有某种特性和发生的几率很低”[②]。这些标准不容易得到满足。根据指导意见，特性是指“考虑到企业经营所处的环境，发生的事项或者交易应该具有很高的特殊性，并且是一种和企业正常的经营业务明显无关，或者仅仅偶然相关的事件”。为避免非经常性被随意使用，即使具有严格标准下某种特性，指导意见也限制其在下列几类事项中使用，包括：

- 应收账款和存货的核销（write-off）。
- 外币折算中的利得和损失（gains and losses on foreign currency translation）（即使它们主要产生于贬值或者升值）。
- 处置部分业务或不动产、厂房和设备的出售或报废所产生的利得和损失。

在财务会计准则委员会的严格标准下，即使在 2001 年 9 月 11 日发生的恐怖分子袭击五角大楼和世界贸易中心的事件也不能被确认为非经常性事项。当暂时决定公司可以将由于灾难造成的成本增加作为线下项目时，研究这个问题的任务小组投票反对这样的实务操作。任务小组的主席、财务会计准则委员会的研究室主任蒂莫西·S·卢卡斯（Timonthy S. Lucas）认为，即使是

① 对于这个概括也有例外的情况。例如，征税人员研究公司的损益表来确定其应付税款。对他们来说，下年度的情况是不相关的，因为他们是用公司已经获得的收益来计算应付税款。

② FASB. Financial Accounting Standards: Original Pronouncements. Stamford, Connecticut, 1980 - 06 - 01 (pp. 371～373)。APB 关于这个问题的意见于 1973 年 10 月 1 日生效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普遍遭受事件打击的航空公司，也很难将同一时期收入和利润面临的其他压力和袭击所产生的影响分离开来。①

考虑到确认非经常性事项的严格条件，分析师或许应该扪心自问，在预测未来收益时是否很大程度上忽略了这些事项。会计原则委员会意见书补充道，“发生的几率很低”指存在疑问的事项或者交易“在可预见的未来，合理预期将不会再次发生”。但是，有时候，在同一家公司，在发生符合该严格标准的事项几年之后，或许会出现在本质上完全不同，但是符合偶然事项和线下列报条件的事项。并且，在极少数的情况下，即使“合理预期将不会再次发生”，在确认偶然事项的下一年度，仍有可能会发生会计准则意义上的本质
61 相同的事项。然而，根据 APB 意见中极其严格的措辞来判断，如果一家公司在几年之内记录一个偶然事项超过两次，这将令人非常不可思议。

虽然看起来不可思议，但是，标准普尔的 Compustat 数据库调查显示，1998 年之前，在 8 年之内至少有 4 年记录非经常性利得或者损失的公司有 42 家。在重复发生所谓的低几率和具有某种特性事项的公司中，不乏像贝尔大西洋公司（Bell Atlantic）、芬尼集团（Fannie Mae）、通用电话电子（GTE）、美泰克（Maytag）、罗尔斯顿・普里纳（Ralston Purina）、西尔斯-罗巴克（Sears Roebuck）、太阳石油（Sunoco）、时代华纳（Time Warner）、美国西部（U. S. West）这样的蓝筹公司。贝尔南方公司（BellSouth）在这一期间记录了 7 次非经常性事项，其中，6 次是损失，包括 1991 年的 16 亿美元和 1994 年的 22 亿美元的重大损失。从实际经验来看，不论管理者有多么期望他们那样做，分析师都不能认为非经常性事项从来没有发生过，而简单地预测公司的未来收益。

实际上，公司希望分析师在评价过去结果且预测未来业绩时能更加变通。公司领导者不仅鼓励财务报表的使用者忽视被称为非经常性事项的损失，而且希望财务报表使用者能忽视可能对收益造成的冲击，因为管理层已经声明这些冲击是非正常的。为了引导分析师注重真实的（也就是更高的）、被管理层认为正常的收益，公司将其认为偏离正常业务的部分和其他的经营收益（operating income）相分离。会计准则不允许公司在“线上项目”（也就是税前）列示这类异常项目，也不允许使用所谓的非经常性字眼，因此公司使用像“非重复发生的”或者“非正常的”之类词语。这些词语在公认会计原则里面没有正式的表述，但是它们形成了一种印象，就是这些重点强调的事项在本质上是异常的。有时，不符合非经常性事项标准的损失以更加中性的标题——“特别费用”出现。然而，即使是这种用词，也给人一种公司对这类问题不负责任的印象。语义学的灵活运用对公司管理者具有强大的吸引力，每一年在证券交易委员会上市的公司中超过四分之一都会提取非经常性费用（noncurring charges）。而在 1970 年之前，仅仅有 1%的公司这么做。②

① Floyd Norris. No Special Accounting Breaks for Recent Corporate Setbacks. *New York Times*, 2001-10-02 (p. C9).

② J. Douglas Hanna. University of Chicago. Cited in Nelson. “P&G” (n. 6).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近几年，"重组"已经成为某类费用的代名词，它并不符合作为线下项目处理的要求，公司希望分析者认为它是正常业务范围之外的一种费用。这个词语有一种积极的暗示，意味着公司已经丢弃了使它亏损的业务，从而显著地提高了自身的盈利能力。如果频繁使用，重组费用的单列将使公司业绩呈现出较好的局面。另外，如果发生管理层更迭，与重组有关的损失很可能
62 会归咎于公司的前任首席执行官。在一年之内，与将损失归咎于前任管理层相比，新的管理层很可能因为扭转局面使收益提高而受到称赞。

更为严重的是，有时公司核销的金额大于其破产业务的实际经济损失。公司管理者通常认为，核销 15 亿美元（因为诉讼）和核销 10 亿美元相比，并不会对公司的股票价格造成更大的危害。夸大损失的好处在于，公司可以在接下来的几年时间里小额转回，而不用进行详细的披露。管理者可以利用这些利得来弥补或者做平公司的实际经营收益。

然而，财务报表的使用者必须避免的最危险的陷阱是，推断重组即预示着结束。一些公司有常年重组的坏毛病。对于这些公司来说，分析者预测未来盈利能力的基线应该是重组费用之后而不是重组之前的收益。

宝洁公司就是一个典型的例子。2001 年 4 月，这个快速消费品公司在连续 7 个季度里记录重组费用，累计达 13 亿美元。并且，管理层暗示他们将计划继续提取这种看似不会再发生的费用，直至 2004 年中期，最终将接近 40 亿美元。

宝洁为它的报告辩称，这个重组计划是在 1999 年 6 月公布的，证券交易委员会的会计准则禁止其在重组计划开始时便一次性提取巨额的费用。但是，却允许公司在费用实际发生的期间进行计提。根据这一点，SEC 并没有强制宝洁把关闭工厂和解雇员工的成本与其他经营费用分开。并且，更多的观点认为应该将相关费用作为正常的经营成本，因为宝洁快速消费品业务的竞争非常激烈，许多产品将随着时间的推移而过时或失去市场。

然而，证券经纪公司分析师对宝洁的收益记录的看法，却很少受到抽象会计理论题的影响。进行追踪分析并且向汤姆森财务公司（Thomson Financial/First Call）递交每股收益预测数据的 14 位分析者，在他们的计算中都剔
63 除了重组费用。宝洁的管理层肯定喜欢华尔街对数据进行的解释。如果包含所有的表面上看似非正常的利得和损失，公司 2000 年 4 个季度的经营收益都下降了。而如果不考虑那些管理层认为的非正常事项，则除了在第一季度之外，公司的净利润都提高了。显然，相比讨人嫌的公认会计原则数据①，后一种解释肯定能让投资者对宝洁的前景持相对乐观的态度。

一般来说，当特殊事项碰巧是利得而不是损失时，公司鼓励分析师在计算收益时包含特殊事项。显然，公司认为反复无常是正常的做法，并且，从结果来判断，许多证券分析师明显同意公司的做法。之前提到的 14 位华尔街的分析师，虽然不考虑偶然的和不再发生的损失，但都将利得包含在"核心

① Emily Nelson. P&G's One-Time Charges Make Critics Look Twice at Earnings. *Wall Street Journal*, 2001-04-04 (pp. C1, C2).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净利润”（core net earnings）中，这些利得被宝洁归类为不再发生的或者偶然的事项。

通过把偶然事项作为正常事项，可口可乐公司已经引导分析师关注净利润的替代数字，这个数字表明公司年度业务的稳定增长，但实际上，公司正常的业务状况并非如此。特别是管理者鼓励投资者把销售装瓶机的利润看做它的正常收益流的一部分。按照管理层的说法①，这些实际上暂时提高利润的收益是“软饮料业务整体的一部分”。

感性认识的差异绝对不能被忽视。高盛公司（Goldman Sachs）的饮料业分析师马克·科恩（Marc Cohen）估计，不考虑非经营性项目，1996 年可口可乐公司的收益增加了 11%。这个数据对大部分历史悠久的公司来说是非常不错的，但是它刚好低于管理层对投资者承诺的 18%～20%的年度增长。而按照包括非经常性事项的每股收益，也就是管理者更乐意公布的数据，每股收益则提高了 19%。

可口可乐公司在 1996 年利用非正常事件项目并不是一个孤立的事件。1997 年的第一季度，至少按照其自身的估算，可口可乐公司保持了它成长阶段的目标增长率，其 0.40 美元的每股收益中有 0.08 美元代表的是可口可乐和史威士瓶装机（Coca-Cola & Schweppes Bottlers）销售所带来的利得。分析师奥本海默·罗伊（Oppenheimer Roy）预言，由于存在如此多的可操纵项目（discretionary items），即使天气和竞争格局出现异常变动，可口可乐公司的管理层对于 1998 年底将要公布的收益也有着绝对的控制。

尽管宝洁公司和可口可乐公司运用的方法很有创造性，但是，运用特殊事项来重写历史的创新奖或许应该授予布鲁克集团（Brooke Group）。在 1990 年，这个多元化经营的公司（diversified company）记录了 4.33 亿美元的特
64 殊利得。这个利得产生于之前确认损失的转回，而损失是由布鲁克集团在新谷公司（New Valley，即之前的西联汇款（Western Union））50.1%的权益所产生的。通过将在新谷公司的表决权降至多数以下，布鲁克集团不再将新谷公司纳入合并范围，并且扭转了之前的亏损状态。

3.2.5 重新定义预计收益（Pro Forma Earning）

正如宝洁公司和可口可乐公司的例子所强调的那样，公司希望投资者关注有利的利润衡量方式。近几年核心净利润这个词非常受欢迎。和线上项目的非经常性事项一样，这些数据在公认会计原则中没有正式的地位。但是，公司的公告并不需要遵从公认会计原则。随着时间的发展，公司投入越来越多的精力将分析师的注意力分散到这些非正式数据上来，因为和财务会计准则委员会要求的净利润相比，这些数据反映出更好的公司业绩。公司包装出了一种它们更喜欢的收益，而分析师也省去了自己分离数据，从而获得更有用信息的麻烦。

在这一方面最大胆的创新是，公司经理引用了古老的词语**预计**（pro for-

① Roger Lowenstein. Sipping the Fizz in Coca-Cola's Profit. *Wall Street Journal*，1997-05-01（p. C1）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ma)。传统上，这个在财务报表领域使用的拉丁词，仅仅是用来说明重大非持续经营的影响。当公司宣布收购、撤销投资或者会计政策变更时，才使用这种技术。管理层在发布公司最近业绩的同时，会公布一份预计报表（pro forma statement），在其中对假定非持续经营在本期之前发生进行了数据预测。提供预计报表的目的是，当一些正常业务范围之外的事件造成未调整的历史数据传递误导信息时，帮助分析师更加准确地预测未来的财务成果。

然而，现在许多公司发布的公告中都包含所谓的预计季度收益。对公认会计原则收益的调整并不是由于重大的非持续经营，而是公司将每个季度发生的正常费用加回。这是对传统实务操作的重大偏离，但是它没有违反任何法律或规则。公司有权在收益公告（earnings release）中报告不遵守公认会计原则的数据，而且这种权利是受新闻自由法律保护的。证券交易委员会的发言人说，监管者很少反对在公告中运用非标准的形式，除非它明显有意误导或者欺骗。证券交易委员会不常见地干预这类事件的一个例子是，1998 年，
65 索尼公司（Sony Corporation）由于鼓吹最近发行影片的成功票房，而“没有在报表中具体披露由索尼动画（Sony Pictures）所承受的损失”[①]，证券交易委员会对索尼公司处以 100 万美元罚款。

公司积极鼓励分析师利用新的预计数据来判断其业绩表现。相比公认会计原则收益，这些数据可能给人以创造一种更高利润的印象，考虑到这一点，公司的热情是可以理解的。通过一个例子来看两类数据的差异：互联网企业亚马逊公司（Amazon. com）在 2000 年第二季度公布了 3.17 亿美元的实际净损失，但是当期的收益公告显示，销售书籍和录音产生的是正的经营收益。在减去由公认会计原则强制规定的费用，比如商誉和其他无形资产的摊销、股票期权的成本及与投资、合并和收购相关的成本之后，公司宣布其预计的 EPS 是－0.33 美元。相比按照公认会计原则的－0.91 美元，这个数据更接近于管理层希望努力实现的正收益。

亚马逊公司绝不是唯一发布这种新兴的预计数据收益公告的公司。其他公司还包括思科系统公司（Cisco Systems）、迪士尼互联网集团（Disney Internet Group）和雅虎公司（Yahoo!）。实际上，预计收益的披露非常普遍，印第安纳大学凯莱商学院（Indiana University's Kelly School of Business）的会计学助理教授帕特里克·E·霍普金斯（Patrick E. Hopkins）将其比喻成“实际的公认会计原则”[②]。然而，亚马逊公司比其他许多公司要更进一步，它把其预计收益公布在公司证券交易委员会的财务文件和公告中。但公司需在其中解释预计结果不遵守公认会计原则，仅出于信息提供目的。

如果同公认会计原则收益计算一样，公司必须根据标准的会计方法来计算预计收益，那么，分析师季度预计收益计算困难就会小很多。然而，公司

① Patrick McGeehan. Gabelli Asset Management Earnings Release Accentuates the Positive, Bottom Line Aside. *Wall Street Journal*, 1999-05-25 (C4).

② Bill Alpert. The Numbers Game: Reporting of Pro Forma Earnings Is Rising, and So Is the Debate about It. *Barron's*, 2000-09-11 (22, 24).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在计算预计收益时，却制定了自身的规则，其结果是，损害了会计准则制定中所要实现的可比性目标。例如，在 2000 年 7 月 31 日结束的会计年度，思科系统公司在计算其预计每股收益时，加回了由于实施职工股票期权而产生的 5 100 万美元的工资税（payroll taxes）。而迪士尼互联网集团并没有对其公认会计原则收益做类似的调整。

在 20 世纪 90 年代后期的另一个创新是，许多互联网公司在计算息税前利润时将销售费用加回公认会计原则收益，从而产生了预计收益的变体 EBITDIM。互联网公司的这种做法使卖空者迈克尔·墨菲（Michael Mur-
66 phy）创造了缩写词“IAAP”（内部认可会计原则，inter-nut accepted accounting principles，IAAP）。[①] 计算机软件制造商进行了实践，它们在计算预计收益时，忽略了购买的研发产品的摊销费用。运用这种技巧和其他调整方法，维尔软件公司（Veritas Software）在 1999 年第二季度，把公认会计原则计算下的 1.31 亿美元的损失转变为 2 920 万美元的预计利润。1999 年 1 月，软件和信息行业协会（the Software and Information Industry Association）对通过加回软件专利权和其他无形资产的摊销来提高预计收益[②]发布了指导意见，这使维尔软件公司的行为具备了合法性。国际信息搜索公司（Quest Communication International）在 2001 年第三季度公布的收益中综合运用了几种不同的调整方法，公布了扣除利息、税收、折旧和摊销之前的经常性的预计收益。时事分析员卡罗·利文森（Carol Levenson）幽默地称这种新的利润计量方法为 PENREBITDA。[③]

1999 年第一季度，嘉伯礼资产管理公司（Gabelli Asset Management）的共同基金公司上市之后，向投资者公布了 3 月 31 日之前 3 个月的收益，其预计收益是 930 万美元。这个数字剔除了 3 090 万美元的费用（税后的），是公司计划于 2002 年支付公司董事会主席兼首席执行官马里奥·嘉伯礼（Mario Gabelli）的 5 000 万美元一次性付款的现值。同样，这种行为并没有违反证券法的规定。而且，对于预测嘉伯礼资产管理公司未来收益的分析师来说，显然需将 3 090 万美元的费用分离出来。但是，在公司 8 页纸的公告中完全没有“损失”一词，这会使分析师有所触动。恒康金融工业基金（John Hancock Financial Industries Fund）的投资组合经理詹姆斯·K·施密德（James K. Schmidt）说，“正确的做法应该是显示损失，并向我提供预测未来经营结果所需要的信息。”[④]

方法上的差异不可避免地会产生对于公认会计原则的偏离，这已经影响到了合并公司利润和单个公司的报告结果。标准普尔和汤姆森财务公司都计算了标准普尔 500 指数中主要股票的“经营性盈余”。与 FASB 标准下的经营

---

① Edward Wyatt. Putting on a Happier Profit Face. *New York Times*, 1999－05－16 (Sec 3, 6).

② Elizabeth MacDonald. Varied Profit Reports by Firms Create Confusion. *Wall Street Journal*, 1999－08－24 (p. C1).

③ Randall Smith, Henry Sender, Gasten Ceron, and Greg Ip. Bids and Offers. *Wall Street Journal*, 2001－11－02 (p. C13).

④ McGeehan. Gabelli Asset Management. p. C4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益不同，经营性盈余主观地扣除了许多在公认会计原则里没有明确提到的线上一次性事项。标准普尔公司在决定是否扣除公司所认为的非经常性损失时，采取了相对严格的标准。而汤姆森财务公司则倾向于遵守华尔街证券分析师的相对自由的标准。通过劳氏公司（Lowes Corporation）2001 年第二季度的业绩分析，给出了两者可能存在的巨大差异。按照汤姆森财务公司的计
67 算，该多元化经营公司的每股经营性盈余是 1.14 美元，而标准普尔公司更倾向于将管理层所指定的“特殊事项”作为正常业务范围之内发生的成本，从而得出每股 7.18 美元的损失。一般情况下，汤姆森财务公司和标准普尔公司并不是在每一个例子中都存在如此大的分歧。但是，将指数中的 500 家公司都考虑在内，在 2001 年第一季度，汤姆森财务公司计算的经营性盈余同比下降了 17%，而标准普尔公司计算的结果则同比下降了 33%。[①]

不同的计算方法也带来了无法衡量股票市场定价精确性的缺陷。按照汤姆森财务公司的数据，根据过去 12 个月的经营性盈余，标准普尔 500 指数的市盈率在 2001 年 8 月是 22.2。按照标准普尔公司的数据，市场指数的价值将明显提高，达到 24.2。而与用公认会计原则净收益作为计量基础而得出的数据相比，以上两种方法计算的市盈率倍数都要低许多。仅剔除线下项目（满足相对比较严格的要求而被确认为非经常性事项的项目），标准普尔 500 指数市盈率的倍数达到了历史最高的 36.8 倍，与基于经营性盈余的计算结果存在着巨大的差异。这生动地说明了为什么公司更希望投资者以后者为基础来进行价值判断。根据管理层的预计收益来计算倍数时，股票看上去会较为便宜，并且预计收益是在财务会计准则委员会规则的管辖权限之外。

虽然滥用上述实务操作会带来许多问题，但是对报告收益进行调整既不是错误的，本质上也不是骗人的。实际上，希望精确预测未来财务结果的分析师必须运用自己的判断力，把真正属于正常业务范围之外的事项剔除。当考虑公认会计原则要求一项特殊事项是作为线上还是线下项目进行报告时，需要分析师加入自己的判断。甚至财务会计准则委员会的官员，也非正式地承认在收益中剔除非经常性事项是有用的。但是，如果被调整冲昏了头脑，就会产生对于公司未来潜在收益的错误判断。财务会计准则委员会的主席埃德蒙·K·詹金斯（Edmund L. Jenkins）主张“根据公认会计原则披露的损益表仍然是对未来现金流进行预测的最好指标”[②]。

令人欣慰的是，在 2001 年，随着对合并会计（accounting for mergers）中股权联营法（pooling-of-interests）的废除（参见第 10 章），预计收益计算中的一个数额最大，也是最受争议的加回费用已经被排除。作为对强制使用购买法（purchase accounting）的补偿，财务会计准则委员会不再要求对商誉进行摊销（如果此项无形资产发生减值，公司仍然有义务核销其账面价值）。

---

① Steve Liesman and Jonathan Weil. Two Profit Calculations for S&P 500 Differ. *Wall Street Journal*, 2001-08-24 (pp. A2, A4)。正如作者所说，同比下降指对第三季度进行调整后的原始数据。

② Bill Alpert. The Numbers Game: Reporting of Pro Forma Earnings Is Rising, and So Is the Debate about It. *Barron's*, 2000-09-11 (24)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

68 对许多公司来说，财务会计准则委员会对合并会计准则的变革，很大程度上缩小了报告收益和预计收益之间的差异。或许，在一个比较平静的环境中，管理者不会像最近几年那样使劲地鼓励分析师与管理者极度个性化的收益数据保持一致。因此，分析师可能会发现能更好地依靠自己的判断来调整报告的收益，从而最大限度地获得分析的洞察力。

3.2.6 追根溯源

虽然分析师在考虑预计收益时必须运用自己的判断，但是，他们应该遵守一个规则，即他们必须确保分析的是证券交易委员会留存的真实档案文件，而不能为了节省时间仅仅依靠公司的公告信息。下面通过通信服务供应商集成器件技术有限公司（I. D. T.）的示例来说明不分析档案文件可能造成的后果。

1999 年 10 月 14 日，I. D. T. 公司发布公告，包含了其第四个财务季度和截至 7 月 31 日的年度收入。根据公告，第三季度的每股收益是 0.15 美元。在 11 月 4 日，I. D. T. 公司向证券交易委员会申报了 10-K 表年度报告。和之前公告显示的数据相比，这个文件披露的费用较高，从而带来了每股 0.18 美元的损失。美国财经网站报道了公告和 10-K 表之间的差异，但是，投资者好像并不在意。I. D. T. 公司的股票对于证券交易委员会的文件几乎没有反应，但是实际上证明是错误的公告发布后，公司股票价格却上升了 3.6%。

按照公司的说法，这个错误并不是有意的。I. D. T. 公司的发言人诺曼·罗森堡（Norman Rosenberg）解释说，其子公司 Net2Phone 提供的数据存在一个错误，该错误在公告发布之后才被发现。那么，对于那些依赖公司公告，而不做进一步核实 3 周后发布的证券交易委员会文件信息的投资者而言，为了他们的利益，公司是否发布了修正的公告呢？答案是否定的。公司认为，因为 Net2Phone 公司没有发布修正的公告，I. D. T. 公司也不能这么做。但是，I. D. T. 公司对于这家子公司拥有投票控制权（voting control）。因此，《纽约时报》（*New York Times*）的记者格蕾琴·摩根森（Gretchen Morgenson）质问罗森堡，是不是 I. D. T. 公司没有要求 Net2Phone 公司发布修正的公告呢？"从技术上来，我们本来可以这么做。"公司的发言人承认，"但是没有人愿意强制它们这么做。"[1]

而结果是，当 I. D. T. 公司发布错误的数据时，公司的股票上涨了，但是对于正确数据的披露，公司股票却没有明显反应。可能的情况是，极少有投资者喜欢分析 10-K 表。如果分析师漏掉了这关键的一步，他们就将承
69 担以错误的数据作为估值基础的风险。在 I. D. T. 公司的案例中，不诚实的管理者认识到了股票市场对于正确和错误数据的不同反应，他们甚至可能故意在公告中发布高估的数据，而在接下来的证券交易委员会文件中更正他们的"错误"。

---

[1] Gretchen Morgenson. In an Effort to Placate Investors, Some Results too Good to Be True. *New York Times*, 1999-12-21 (A1).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.2.7 没有价值的资本化

关于预计收益和公认会计原则收益，最后值得注意的一点是，即使分析师把管理层加回的项目删除，他们仍然可能高估公司的未来盈利能力。一种古老的、但是依然在使用的提高报告收入的方法是特定费用的资本化。在会计目标中有按期间收入和费用配比的规定，所以，这个实务操作有其合法的基础。能在未来几年产生收入的本期支出不应该立即全部费用化，而应是每年按照创造价值的大小同比例地核销费用。然而，正像许多其他看似可靠的会计实务一样，在这个操作中也会出现问题。

可以肯定的是，规则的制定者已经努力来避免规则被滥用。他们禁止了某些能带来未来期间收益支出的资本化，如广告费用和研发费用。但是，即使有这些规定，对于财务报表的发布者来说，依然存在着许多可以操纵的空间。即使是那些最受尊敬的公司有时也会利用其获利。公司希望能通过它长期地人为虚增收益。但是，由于之前资本化而实际上没有价值的资产的大额核销，这些虚增的收益也将最终被抵消。

为了避免受这类恶意事件的影响，对于公布的不动产、厂房和设备（property，plant，and equipment，PP&E）的折旧率比其同行业低的公司，分析师应该提高警惕。这可能表明公司对这些资产损耗的确认要慢于一般标准。而 PP&E 相对于销售额或者产品销售成本的比率较高时，也可能表明公司存在潜在的问题。

3.2.8 将股票市场收益转化为收入

公司经理在以新的收益调整方法补充传统策略的同时，近几年，也集中精力提高收入。对于想给投资者呈现最好一面的公司来说，这非常有意义。
70 如果公司达到了它的收入目标，那么它获得盈利的战争已经胜利了一多半。可以肯定的是，完全依赖于费用控制，而没有一个良好的第一行的数据，公司不可能经济地经营，从而得到相当好的最后一行数据。

提高销售额是一项重要而艰巨的工作。竞争者永远在通过引进更好的产品，或者降低销售价格的方式抢夺收入。从使客户的价值最大化和提高经济效率的角度出发，管理层应对挑战的最佳方法是升级自己的产品和节约成本，使客户受益，增加广告支出或者扩大市场营销力度也能带来收入的增加。但是，伴随着产品设计或者市场计划的有效实施，另一个选择也应运而生。管理层可以通过公司理财（corporate finance）的一些手段来提高销售额。

最常见的是通过合并和收购来提高收入增长的速度。公司可以通过购买其他公司，将其销售额并入自己的销售额中，从而较为容易地使销售额加速增长。但是，通过收购来为股东创造真正的价值则是更为困难的，虽然有时粗心的投资者并没有认识到其中的差别。

如表 3—5 所示，第二年和第一年相比，Big Time 公司的销售额增加了 5%。另一个私人拥有的、规模相对较小的同行业公司 Small Change，也取得了 5%的销售额同比增长。假设在第一年末，Big Time 公司用自己的股票收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购了 Small Change 公司。在这种假设（“收购场景”）下，第二年和第一年相比，Big Time 公司的损益表显示 10%的销售额增长（注意，第一年和最初报告的情况相同，即 Small Change 公司仍然是一个独立的公司。但是，在第二年，被收购的公司 Small Change 的经营结果被合并到母公司的财务报告中。分析师也可以分析一下预计损益表来反映如果收购发生在第一年初，Big Time 公司在第一年会实现的销售额、费用和收益的水平）。

从表面上看，公司 10%的年增长显然比 5%更有吸引力。但是我们注意到，如果以销售净利率来衡量 Big Time 公司的盈利能力，其盈利能力并没有因为收购而提高。将利润率（profit margin）均为 3%的两个公司合并，产生了一个利润率也为 3%的更大的公司。正如表 3—5 的补充数据所显示的那样，在这个过程中，股东没有得到任何东西。

如果 Big Time 公司没有收购 Small Change 公司，它的流通股数量仍然是 7 500 万股。收益从第一年的 1.5 亿美元增加到 1.575 亿美元，从而使每股收
71 益从 2.00 美元提高到 2.10 美元。如果市盈率保持在 14，与同行业公司的平均值相等，Big Time 公司的股票价格就将从每股 28.00 美元上升至每股 29.40 美元。

另一方面，在收购场景下，Big Time 公司按 14 倍的行业平均收益倍数向 Small Change 公司支付对价，总的收购价格是 710 万美元乘以 14，即 9 940 万美元。按照 Big Time 公司第一年 28.00 美元的股价，收购需要发行的股票
72 数量是 9 940 万美元除以 28.00 美元，即 360 万股。加上 Small Change 公司的净利润，Big Time 公司第二年的收益是 1.65 亿美元。用这个数字除以增加后的流通股股数 7 860 万股，每股收益为 2.10 美元。按照 14 的市盈率倍数，Big Time 公司每股的价值为 29.40 美元，刚好等于无收购场景下计算出来的价格。年度销售额的增长从 5%到 10%的变化并没有使股东受益，不论 Big Time 公司是否收购 Small Change 公司，股东的股票价值都是增加 5%。

分析师注意，每种方案下的假设条件发生变化时都会对分析结论产生影响。例如，假设 Big Time 公司支付给 Small Change 公司的收购对价是借来的而不是通过发行股票筹集的。假设 Big Time 公司必须为 9 940 万美元的新借款支付 8%的利息。在收购场景下，其第二年的利息费用是 1.18 亿美元，而不是 1 亿美元。因此，税前收入从 2.5 亿美元下降到 2.42 亿美元，按照公司 34%的有效税率（effective tax rate），净利润将从 1.65 亿美元降低到 1.597 亿美元。但是，在这种情况下，仅有7 500万股流通股，而不是在股票收购场景下的 7 860 万股。因此，Big Time 公司的每股收益上升至 1.597 亿美元除以 7 500 万，即 2.13 美元。

假设市场仍然给 Big Time 公司 14 倍的市盈率，则现在的股票价值为 29.82 美元，稍高于无收购场景下的股价。在实践中，由于利息保障倍数（interest coverage）的下降，公司风险增大，投资者可能会稍微调低 Big Time 公司的市盈率倍数（按照第 13 章给出的公式，从股票收购情况下的息税前收益 3.6 亿美元除以 1.1 亿美元，即 3.3 倍，下降到债务融资收购情况下的 3.6 亿美元除以 1.18 亿美元，即 3.1 倍）。如果由于债务保护的下降，使得市盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率倍数仅从 14 下降到 13.8，在这种情况下，Big Time 公司的股票价格为 29.40 美元，和无收购场景下第二年的股价相等。因此，如果投资者对公司债务负担增加于信用质量的影响敏感，Big Time 公司借入资金，与用股票来支付 Small Change 公司的收购对价一样，都不会让股东获利。

表 3—5　　Big Time 公司和 Small Change 公司的销售额加速增长，而实际获利能力并没有提高（示例）　　单位：百万美元

	无收购场景				收购场景	
	Big Time 公司		Small Change 公司		Big Time 公司	
	第一年	第二年	第一年	第二年	第一年	第二年
销售收入	$5 000.0	$5 250.0	238.1	$250.0	$5 000.0	$5 500.1
产品销售成本	3 422.7	3 591.4	160.6	171.1	3 422.7	3 762.5
销售费用、一般费用及管理费用	1 250.0	1 315.0	61.9	62.5	1 250.0	1 377.5
利息费用	100.0	105.0	4.8	5.0	100.0	110.0
成本和费用总额	4 772.7	5 011.4	227.3	238.6	4 772.7	5 250.0
税前收益	227.3	238.6	10.8	11.4	227.3	250.0
所得税	77.3	81.1	3.7	3.9	77.3	85.0
净利润	$150.0	$157.5	$7.1	$7.5	$150.0	$165.0
销售额年增长率	—	5%	—	5%	—	10%
销售净利率	3%	3%	3%	3%	3%	3%
流通在外的股数（百万）	75	75			75	78.6
每股收益	$2.00	$2.10			$2.00	$2.10
市盈率	14	14			14	14
每股市价	$28.00	$29.40			$28.00	$29.40

3.2.9　内部增长和外部增长

有一个原则比计算的精确性更为重要，即公司不可能仅通过提高收入增长率而没有同时提高获利能力来真正地增加股东财富。但是，这并没有阻止
73 公司试图通过收购并入其他公司的销售额，从而产生销售额的较高增长率，以此来迷惑分析师。分析师可能由于没有区分**内部增长**（internal growth）和**外部增长**（external growth），而被这个诡计所迷惑。

内部增长是指由公司现有的经营活动所带来的销售额的增长，而外部增长是指通过收购带来的销售额增加。如果内部增长率高于行业的平均值，意味着公司正从其竞争者那里取得市场份额。为谨慎起见，分析师必须进一步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

探明管理层是否仅仅通过降低毛利率，而增加了销售量。如果这种情况不存在，公司才可能被证实确实是提高了竞争力，并且最终增加了价值。另一方面，如果公司 A 通过收购公司 B 实现了外部增长，并且公司 A 和它的新子公司都没有提高获利能力，那么，合并公司的内在价值并不会大于两家公司的价值总和。

但是，如果并购提高了盈利能力，则外部增长也能增加股东财富，这通常被称为**协同效应**（synergy）。这个词语被一些公司所滥用，它们承诺通过收购来实现经营效率，但并没有具体所指，而那些收购看起来并不会提供这样的机会。虽然如此，即使是那些长期以来看到所谓的协同效应没有实现而变得愤世嫉俗的分析师们，他们也承认确实存在通过外部增长来提高公司利润率的途径。

首先，公司可以通过增加采购的规模来降低它的单位成本。一般来说，供应商会给它的大客户提供数量折扣，相对于小客户，供应商对大客户的服务会更有效率。如果在一个稳定的竞争环境中，生产每件产品所需的原材料、燃料和运输的成本降低了，而产品的销售价格保持不变，公司的毛利率就会增加。

另一种通过外部增长来提高盈利能力的方法是**范围经济**（economies of scope）。举个简单的例子，一个薯条制造商需要销售人员对零售商店进行电话销售。大部分的相关费用表现为销售人员从一个商店到另一个商店所发生的时间和运输成本，还包括销售人员的健康保险和其他福利。现在假设薯条制造商收购了一个饼干制造商。为简单起见，假设饼干公司以前依赖于食品经销商，而不是内部的销售人员。被收购公司终止了与经销商的合同，并且
74 把饼干添加到其薯条销售人员的产品系列中。由于添加了饼干产品，每个促销电话带来的收入和毛利润都会提高。因为为增加产品提交订单花费的时间很少，所以每个销售人员的促销电话数量基本保持不变。因此，每个促销电话时间和运输成本不会显著地提高，而健康保险和其他福利的成本也没有上升。总的来说，通过同一销售渠道来销售薯条和饼干的获利能力比仅仅销售一种小食品的获利能力要强。

从历史经验来看，需要提醒分析师的是，范围经济的作用通常都被夸大了。例如，数十年以来，银行、经纪人公司和保险公司不断地宣称“金融超市”的到来。在金融超市里，单一的销售渠道能给消费者有效地提供各种类型的金融服务，这些业务之间确实实现了相当程度的整合。但是，事实证明，各个业务之间的文化障碍比公司规划人员所预见的要强大得多。要教会销售人员如何从快节奏的股票交易业务转换到更为辛苦的保单销售活动中来，就需要进行相当多的培训。一般来说，合并公司之间的联系越不紧密，实现范围经济的不确定性就越大。当不同类型的公司合并以追求新的协同效应时，对于管理层编制的预计损益表中显示的利润增长，分析师应该持非常谨慎的态度。

3.2.10 获得规模经济

最后一点，或许也是最为耳熟能详的一点是，通过**规模经济**（economies

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

of scale)，并购能够在真正意义上提高获利能力和股东财富。如表 3—6 所示，目前 Central Widget 公司仅仅利用了 83.3%的生产能力。按照目前的生产水平，公司的单位**固定成本**（fixed cost）等于 3 亿美元除以 2.5 亿，即 1.20 美元，或者说是每单位销售额的 12%。这些不能缩减的成本是公司净利率的一个主要制约因素，公司净利率仅为 2.0%，因而其权益报酬率（参见第 13 章）仅为 11.1%，也并不乐观。

Central Widget 公司在其规模较小的竞争者 Excelsior Widget 公司那里观察到了一个机会。因为两家公司在同一地理区域进行经营，利用 Central Widget 公司未充分利用的产能进行合并生产是可行的。管理层以获得规模经济为前提提出了并购计划。

75 除了一般费用及管理费用占销售额的比重偏高（6.7%相比于 3.0%）之外，Excelsior 公司的成本结构和 Central 公司类似。问题是 Excelsior 公司的某些成本（比如总部大楼的维修费和高级管理人员的薪酬）几乎和 Central 公司一样高，但是 Excelsior 公司用于分摊这些成本的销售额基数却比较小。因此，按照现有的经营水平，Excelsior 公司正面临经营损失。所以，Excelsior 公司的董事会接受了收购对价。Central 公司以自己的股票为 Excelsior 公司的每股股票支付等值 23.40 美元（相当于 0.72 股 Central 公司的股票价值），相比 Excelsior 公司的现行市场价格，有 30%的溢价。

与表 3—5 所描述的 Big Time 公司收购 Small Change 公司不同的是，本次交易不仅增加了收购公司的销售额，也提高了它的获利能力。收购之后，按照预计的情况，Central Widget 公司的单位固定成本是 3.13 亿美元除以 2.8 亿，从 1.20 美元下降到 1.12 美元。净利率从 2.0%上升至 2.6%，每股收益将从 2.50 美元跃升至 3.33 美元。如果市场仍然给予 Central 公司盈利 13 倍的倍数，那么，理论上，股票价格应该从交易前的 32.50 美元上升至 43.29 美元。实际上，这个数字很可能夸大了 Central 公司的股东所期望的实际增长水平。除了在预计损益表中没有反映的解聘成本（severance cost）之外，投资者还很有可能会降低公司的市盈率倍数来反映在任何合并中都会面临的无数不确定性，比如可能丧失重要的员工，在不同企业文化的融合中可预见到的伤害。但是，在所有的遗留问题被解决之后，Central Widget 公司的股东肯定能够从规模经济中受益，而规模经济正是通过对 Excelsior Widget 公司的收购所获得的。

许多情况下都可以带来规模经济。技术进步能有效利用当前的剩余生产力。例如，计算机提高了金融服务人员进行清算交易的效率。和之前雇用的工作人员总数相比，现在处理两个公司的总交易量只需要较少的办公室工作人员，由此带来的成本节约使银行业和经纪行业加快了合并的进程。

另外，通过“夫妻店”业务的合并也能产生规模经济。“夫妻店”业务是指以许多小型公司为代表的、在小的市场范围内进行经营的行业。例如，垃圾运输就从高度本地化的业务发展成为全国范围内经营的行业，其效率来自于通过在多个相邻的市区之间使用垃圾车，从而减少垃圾车的闲置时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3—6　　　　规模经济（示例）

生产及财务报表数据	Central Widget 公司	Excelsior Widget 公司	Central Widget 公司（预计）
生产能力（百万）	300	36	300
销售量	250	30	280
生产能力利用率	83.3%	83.3%	93.3%
销售量（百万）	250	30	280
单价	$10.00	$10.00	$10.00
单价变动成本			
劳动力	$4.75	$4.75	$4.75
原材料	3.00	3.00	3.00
可变销售成本	0.75	0.75	0.75
合计	$8.50	$8.50	$8.50
固定成本总额（百万美元）			
折旧	$200.00	$24.00	$200.00*
利息费用	25.00	3.00	28.00
一般费用及管理费用	75.00	20.00	85.00†
合计	$300.00	$47.00	$313.00
单位：百万美元			
销售收入	$2 500.00	$300.00	$2 800.00
变动成本	2 125.00	255.00	2 380.00
固定成本	300.00	47.00	313.00
税前收益	75.00	2.00	107.00
所得税	25.00	0.70	35.30
净利润	$50.00	$1.30	$71.70
销售净利率	2.0%	0.4%	2.6%
流通在外股数（百万）	20	3	22.2††
每股收益	$2.50	$0.43	$3.33
市盈率倍数	13	N.M.	13
每股市价	$32.50	$18.00	$43.29

注：*假设 Excelsior Widget 公司的工厂关闭；†假设由于公司总部的关闭，Excelsior Widget 公司的一般费用及管理费用减少了 50%；††假设 Excelsior Widget 公司每股股票的收购价格是 23.40 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.2.11 数字背后：固定成本和变动成本

77 如前协同效应所述，同业务范围内公司合并获得规模经济要比不同业务范围内公司合并获得范围经济更加可行。对于公司内部的经营分析师和外部的管理咨询师来说，如果公司长期存在未充分利用的生产能力，他们是清楚的。而且，消息将不可避免地从他们那里传出，直至投资者都意识到公司需要通过合并来提高效率。公司的公开财务报表一般提供极少的细节，从而不能直接量化实现规模经济的可能性。

公司并不总如表 3—6 那样区分固定成本和变动成本，而是将固定成本和变动成本在产品销售成本中综合反映。不过，折旧成本和利息成本还是会单独列示。但是，总的来说，公司的公开财务报表仅提供有限的**经营杠杆**（operating leverage）信息，即在多高的**盈亏平衡比率**（breakeven rate）以上，销售量增加会带来净利润的提高。这是很可惜的，因为固定成本和变动成本的分离，对于量化通过合并可能达到的规模经济具有很大的帮助。并且，由于收益是预测的销售量的函数，这些信息将有效地促进公司盈利预测。

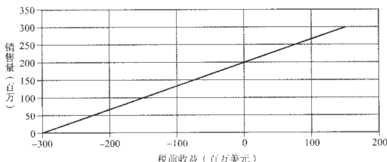
图 3—1 用 Central Widget 公司例子中的数据描述销售量和税前收入（所得税之前的收入）之间的关系。公司在 2 亿单位销售量的时候达到盈亏平衡，也就是 1.50 美元的单位边际贡献（per unit contribution）（高于变动成本的收入）刚好能补偿 3 亿美元的固定成本水平。一旦固定成本被弥补，每增加一单位的销售所带来的边际贡献便直接增加了税前收入。在完全生产能力（full capacity）时，也就是 3 亿单位销售量时，Central Widget 公司取得了 1.5 亿美元的税前收入（注意，分析师也可以把利息费用排除在计算之外，以经营收益为基础进行盈亏平衡分析）。

在理论上，分析师可以通过报告的销售额和收益数据来推断一个公司的固定成本和变动成本组成。其目的在于形成如图 3—1 中的直线图，同时估计单位边际贡献。这样，分析师就能创建出如图 3—1 中的表格，从而确定利润相对于已利用生产能力的敏感性。

如图 3—2，假设以 West Coast Whatsit 公司为例。图 3—2 描绘的是在过去 10 年该公司每一年的销售量及税前收益情况（West Coast Whatsit 公司无债务，并且没有其他的非经营性收入和费用，所以公司的营业收益和税前收益相等）。从图 3—2 可见，描绘的点集中于图的右上角，表明在该期间内，公司的年销售量从来没有降至 3.8 亿单位（63%的生产能力）以下。当销售陷入低谷时，公司的税前收益将降至零以下。

如图 3—2 所示，下一步是拟合一条通过那些点的对角线（关于拟合直线的精确方法，参见第 14 章中最小二乘法的讨论）。根据从经验观测值中所得出的直线，公司的盈亏平衡销售量为 4 亿单位，也就是对角线上横坐标（税前收入）为零的点。虽然在过去 10 年的任意一年，West Coast Whatsit 公司都没有 100%地利用其生产能力，但是，从图中可见，当销售达到该水平（纵坐标为 6 亿单位）时，税前收益将达到 4 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



销售量	× 单位边际贡献 =	边际贡献	−	固定成本	=	税前收益
300	$1.50	$450		$300		$150
250	1.50	375		300		75
200	1.50	300		300		0
150	1.50	225		300		(75)
100	1.50	150		300		(150)
50	1.50	75		300		(225)
0	1.50	0		300		(300)

（销售量以百万为单位，边际贡献、固定成本和税前收益以百万美元为单位。）

说明：单位价格－单位变动成本＝单位边际贡献；
$10.00 －8.50 ＝$1.50。

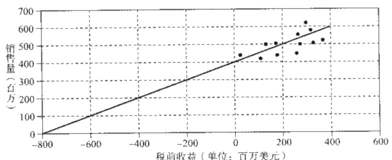
78 **图 3—1 经营杠杆——以 Central Widget 公司为例**

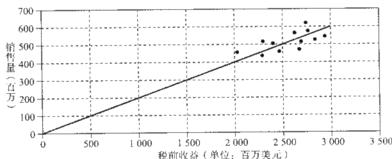
如图 3—2 所示，为完成分析，分析师还需绘制出在过去 10 年中报告的
80 销售额与销售量的情况。接下来就只要计算出填写图 3—2 底部的表所需要的数据。起初，分析师只知道以黑体字显示的数据，这些数据可以从图 3—2 的两个图中直接获取。例如，从拟合直线可见，达到完全生产能力（6 亿单位）时，公司销售额为 30 亿美元。

根据已知的数据，从盈亏平衡销售量（4 亿单位）到 5 亿单位的销售量，税前收益增加了 2 亿美元，即为 1 亿单位的边际贡献。用 2 亿美元除以 1 亿得到单位边际贡献为 2.00 美元，分析师可以把这个数字填在对应的一整列中。用销售额一栏中的任意数字除以相应的单位数（比如，25 亿美元和 5 亿），就得到了单位价格 5.00 美元，将其在单位价格一栏中列示。通过相减，得到单位成本为 3.00 美元。

在盈亏平衡水平上（税前收益＝0 美元），总的边际贡献为 4 亿单位乘以 2.00 美元等于 8 亿美元。分析师可以将这个数据填在固定成本一栏中。接下来要做的，就是将每一行的单位数和单位边际贡献 2.00 美元相乘，得到边际贡献这一栏的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





销售额	/ 销售量	= 单价	− 单位变动成本	= 单位边际贡献	× 销售量	=边际贡献	−固定成本	=税前收益
0	0	5	3	2	0	0	800	-800
500	100	5	3	2	100	200	800	−600
1 000	200	5	3	2	200	400	800	−400
1 500	300	5	3	2	300	600	800	−200
2 000	400	5	3	2	400	800	800	0
2 500	500	5	3	2	500	1 000	800	200
3 000	600	5	3	2	600	1 200	800	400

79

图 3—2　推断固定成本和变动成本——以 West Coast Whatsit 公司为例

遗憾的是，上述过程虽然有助于理清思路，但还是有些过于理想化。首先，生产多产品的公司并不披露分析师所需要的分产品产量数据，其销售量和价格之间的关系远比生产单一碱性金属或者单一类型的纸张复杂。多产品公司可能会在财务报告的管理者讨论与分析部分，以解释说明收入波动的方式来披露产量的期间变化，但不是绝对数。但是，收入的上升或下降也可能反映的是单位销售价格的变化，而单位销售价格可能对行业范围内生产能力利用程度的波动较为敏感。另外，收入可能随产品组合（product mix）的不同而变化。比如，当经济衰退导致消费者对于消费重大商品比较谨慎时，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们可能会选择给厂商带来较低边际贡献的廉价替代品。那么如图 3—2，在长达 10 年的时间里，多产品公司的产品系列肯定会发生显著的变化。

基于以上原因，一般而言，在实际中分析师不能分离出固定成本和变动成本。而预测公司下一年度的损益表时，通过假定产品销售成本（COGS）和销售费用、一般费用及管理费用（SG&A）占销售额的百分比（参见第 12
81 章），来进一步得到营业收益的数据。分析师会在一定程度上尽量考虑固定成本和可变成本的影响，但是，并不能确定其预测和实际完全一致。

在图 3—2 中，总的税前成本（pretax cost）等于产品销售成本和销售费用、一般费用及管理费用的总和（记住，West Coast Whatsit 公司没有利息费用及其他非经营性项目）。当分析师预测 COGS 与 SG&A 之和占到销售额的 92%时，表明预期销售量为 5 亿单位或者说生产能力利用率为 83%。在该产量下，变动成本的总额是 5 亿单位乘以 3.00 美元，等于 15 亿美元，加上固定成本 8 亿美元，得到的总成本是 23 亿美元，或者说是 25 亿销售额的 92%。如果分析师实际上预期 West Coast Whatsit 公司会与该行业 90%的生产能力利用率保持一致，那么，92%的总税前成本假设就显得太悲观了。90%的生产能力意味着 5.4 亿单位的销售量，那么变动成本就是 16.2 亿美元，总成本是 24.2 亿美元。营业费用占 27 亿美元销售额（5.40 亿单位乘以 5.00 美元）的比率仅仅为 90%。可以看出，随着销售量的增加，经营收益和经营收益率都提高了。

用估计的 COGS 和 SG&A 占销售额的百分比来替代固定成本和变动成本分析，虽然是必须的，但是也不尽完美。认真的分析师必须努力降低由此捷径可能造成的歪曲。分析师应该避免陷入陷阱，随意采用由公司投资关系部所提供的 COGS 和 SG&A 占比的预测值。如果这样做，分析师将失去其独立判断能力。前述段落已经阐明，对经营收益率的预测一定会反映对销售量的暗含假设。相应的，公司对于 COGS 和 SG&A 占销售额百分比的“指导意见”也必然包含了管理层对于下一年度销售量的假设。与分析师独立进行的预测相比，管理层隐含的销售额预测通常会更为乐观一些。

读者不应该因为缺少关于固定成本和变动成本的披露，就推断这些信息对于了解公司的财务业绩并不重要。相反，公司的固定成本和变动成本组成在分析其信用质量和权益价值（分别参见第 13 章和第 14 章）时是一个主要的因素。固定成本相对较高的公司通常具有较高的盈亏平衡水平，即使发生轻微的经济衰退也会使公司的产能利用率降至公司盈利所需水平以下。这种类型的成本结构表现出较大的风险，收益会降低到弥补公司利息费用所需的水平以下。另一方面，如果对于同一家公司，其变动成本较低，那么，伴随着衰退，公司的收益会显著上升。其每一单位的新增销售量对营业收益会产生
82 较大的贡献。这两个实例表明，即使从财务报表中不太可能获取成本组成的准确信息，理解成本结构中固定成本和变动成本的本质也是具有分析价值的。

作为一个主题公园运营商，六旗公司（Six Flags）具有较高的固定成本。游客人数（和收入）表现出较大的季节性差异，但是公司的成本集中在不随游客人数而变化的部分。比如，占地成本、设备的折旧、职工的保险和工资，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不论游乐园游客多少，职工都是必须在现场的。

六旗公司以销售成本占收入比表示销售成本，其时间序列（图 3—3）显示出较大的季度性波动，这在很大程度上反映出公司业务的极端季节性特点。例如，在 2000 年，天气暖和的第二季度和第三季度的游客，占到了游乐园年度总游客人数的 90%以上。这两个季度总是贡献了绝大部分的年度收入，而销售成本占收入比低于 50%。相反，在 12 月 31 日和 3 月 31 日结束的两个天气寒冷的季度，该比率激增到超过 100%。同样，由游客人数的波动引起的年度之间的经营收益率的差异也很大。1996 年 12 月 31 日结束的那个季度，销售成本上升至销售额的 272%，但是，在 1999 年的相应季度，该比率仅仅为 109%。

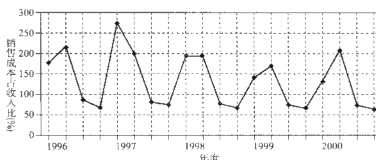


图 3—3 六旗公司销售成本占收入比（1996—2000 年季度数据）

资料来源：Compustat.

华盛顿国际集团（Washington Group International），在图 3—4 所示的
83 大部分期间被称为莫里森-克纳逊（Morrison Knudsen）公司，在成本结构上表现出完全相反的情况。与工程和建筑项目相关的劳动力和原材料成本都是可变的。一旦华盛顿集团完成了项目，相关的成本就会停止发生。如果从某一年到下一年，可做的工作量减少了，那么公司的总成本几乎会同比例地减少，因为其固定成本太低了，不可能产生较大的影响。

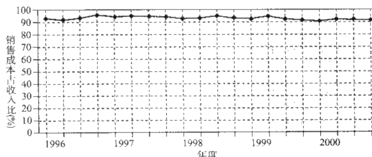


图 3—4 华盛顿国际集团公司销售成本占收入比（1996—2000 年季度数据）

资料来源：Compustat.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与对华盛顿集团固定成本和变动成本组成的定性描述相一致，公司销售成本占收入比的期间变动很小。这个比率在 1996—2000 年一直位于 90%～95%。在 1997 年 12 月 31 日结束的那个季度，百分比和前一季度完全一致，都是 94.0%。在 1998 年 12 月 31 日结束和 1999 年 3 月 31 日结束的两个相连的季度，同样可以观察到季度之间的稳定性，都维持在 93.9%的水平。

信用分析师注意到，固定成本较高的公司一般都面临较大的风险，如图 3—3 六旗公司的数据所示。即使是相对适度的收入及边际贡献的下降，也会使经营收益降低到弥补利息费用所需的水平之下。相反，像华盛顿国际集团这样具有较高变动成本结构的公司则拥有很大的财务弹性（financial flexibility）。当收入下滑时，工程和建筑公司固定成本较低，只要其将负债控制在谨慎的水平，应该能够在其利息费用之上保持流动性。

然而，令人吃惊的是，在 2001 年 5 月，华盛顿国际集团由于拖欠债务申
84 请了破产。破产的原因是由于不盈利的合同所造成的流动性不足。这些合同是在 2000 年 4 月，公司接管它收购的雷神工程和建筑集团（Raytheon Engineers & Constructors，RE&C）时发生的。为了应对信用危机，华盛顿国际集团停止了与收购有关的两个主要工程的工作，并且起诉了 RE&C 的卖方，即雷神公司（Raytheon Company），声称其欺诈和违反合同。

华盛顿国际集团突然陷入破产并不能否认一个一般的原则，即变动成本占主导地位的结构有利于提高公司的财务弹性。但是，从财务报表分析的经验来看，任何一个公司的收益都可能存在不连续性。一般而言，图 3—4 所描述的稳定的经营收益会让信用分析师感到安心，但是他们从不会因此而沾沾自喜。

3.2.12 利用市盈率倍数

正如示例中需要关注收益的不连续性一样，警惕性是我们在探讨损益表的各种问题时一直存在的一个主题。需要小心其他陷阱，包括没有实现的协同效应和公司提供的对于成本比率的预测，其包含着管理层对销售量的假设。在进一步分析之前，警惕的分析师必须熟悉公司的惯用伎俩，管理者正是利用它来绕开一般的观点，即除非确实是提高了获利能力，否则合并并不会增加企业价值。

回到表 3—5 的收购案例，改变其中的一个假设（见表 3—7）。作为在行业内相对较小的公司，可能不能要求 Small Change 公司具有和行业内较大的公司一样高的市盈率倍数。因此，我们假设 Big Time 公司能够按照 12 的市盈率倍数来收购 Small Change 公司，而不是表 3—5 中的 14。

不论在收购场景下或者无收购场景下，假设条件变化并不会改变任何一年的损益表。但是，收购价格从 9 940 万美元降低到了 8 520 万美元（即 710 万美元乘以 12）。Big Time 公司仅仅发行 8 520 万美元除以 28.00 美元，即 300 万股股票来支付这次收购，而不是之前假设的 360 万股。因而，在收购场景下，第二年年末 Big Time 公司的流通股股数为 7 800 万股。每股收益则为 1.65 亿美元除以 7 800 万股，即 2.12 美元。在 14 倍的市盈率倍数下，收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Small Change 公司之后，Big Time 公司的股票被估值为每股 29.68 美元，略高于无收购场景时的 29.40 美元。通过进行类似的一系列收购，Big Time 公司可以将它的股票价格提高到相当高的水平。

与表 3—5 的结果相反，Big Time 公司通过收购 Small Change 公司提高
85 了其股票价值。公司达到了这个效果，但并没有通过合并实现经营效率。在这项交易之后，Big Time 公司的净利润相对于销售额的比率仍为 3%，和收购之前保持不变。

对于其可能的理性解释为，Big Time 公司有能力在较为有利的条件下，用它的股票来交换私营公司 Small Change 的股票。通过用估值为 14 倍的股票，以 12 倍于收益的价格来收购较小的公司，相比市场对于两家公司相同的倍数估值，Big Time 公司在较少的股票之间分享了 Small Change 公司的收
86 益。纯粹通过财务手段达到的效果是，在没有提高经营效率的前提下，企业在合并中模仿了规模经济的实现。

表 3—7　利用 Big Time 公司和 Small Change 公司市盈率倍数的差异（示例）

单位：百万美元

	无收购场景				收购场景	
	Big Time 公司		Small Change 公司		Big Time 公司	
	第一年	第二年	第一年	第二年	第一年	第二年
销售收入	$5 000.0	$5 250.0	$238.1	$250.0	$5 000.0	$5 500.0
成本和费用						
产品销售成本	3 422.7	3 591.4	160.6	171.1	3 422.7	3 762.5
销售费用、一般费用及管理费用	1 250.0	1 315.0	61.9	62.5	1 250.0	1 377.5
利息费用	100.0	105.0	4.8	5.0	100.0	110.0
成本和费用总额	4 772.7	5 011.4	227.3	238.6	4 772.7	5 250.0
税前收益	227.3	238.6	10.8	11.4	227.3	250.0
所得税	77.3	81.1	3.7	3.9	77.3	85.0
净利润	$150.0	$157.5	$7.1	$7.5	$150.0	$165.0
销售收入年增长率	—	5%	—	5%	—	10%
销售净利率	3%	3%	3%	3%	3%	3%
流通在外的股数（百万）	75.0	75.0			75.0	78.0
每股收益	$2.00	$2.10			$2.00	$2.12
市盈率倍数	14	14			14	14
每股市价	$28.00	$29.40			$28.00	$29.68

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多公司近年来一直在利用市盈率倍数的差异，为了对现实世界中的这些公司做到公平合理，可以说，Big Time 公司提高股票价格的收购完全在公平竞争的范围之内。当公司决定是在国内还是在国外采购原料和设备时，它们可以合法地利用更有利的货币汇率。如果美元相对于欧元来说价格较高，那么，位于美国的公司可以在欧洲较国内更加经济地采购商品。原则上，对于股东来说，用高估值的“收购货币”，也就是他们自己的股票来购买收益，这没有什么不合适的，对股东也是有利的。

此外，作为私人公司的股东，Small Change 公司的所有者并不一定要被迫将公司出售给 Big Time 公司。私人公司的所有者有机会把不能流动的投资兑换为社会公众股，对于公众股来说，存在一个深度的、活跃的交易市场，市盈率倍数的差异因此也可以获得调整。Big Time 公司 14 的市盈率倍数和 Small Chang 公司 12 的市盈率倍数之间的差异有可能低估了社会公众股和私人股之间的价值差异。由于缺乏能够给予更高报告收益以更高股票价格的二级市场（secondary market），私人公司的业主经理人一般会通过额外津贴的方式获取补偿，然后将其合法地记录为业务费用。结果，与可比较的成功的上市公司相比，私人公司只能报告较低的净利润，但是，却在税前获得了“意外好处”。业主经理人不是用税后收益分配的红利来购买汽车，他们可以驾驶公司提供的更加豪华的、昂贵的汽车，而且购买汽车的费用可以在税前扣除。由于这些费用在 Big Time 这样的上市公司里是不会发生的，所以，考虑 Small Change 公司的费用对其报告收益进行调整之后，8 520万美元的收购价格可能代表的仅仅是 10 倍或者 11 倍的市盈率，而不是 12 倍。

简而言之，用高倍数的股票来购买低倍数的公司，在本质上并没有什么不合适的。那么，在有关损益表这样一个大主题的章节里，为什么这个技术需要特别的关注呢？答案是：和其他合法的财务实务操作一样，利用市盈率倍数差异的操作也有被滥用的可能。利用市盈率倍数的差异可能在许多方面带来麻烦。

首先，假设在估值差异非常大的时期，一个高倍数的公司收购了一个低倍数的公司。从正常情况转变到“双重价格”市场，为了说明的方便，假设
87 各自的市盈率可能从 15 和 12 上升到 25 和 10。低倍数公司的卖方股东很可能会认为，在现行市价下接受高倍数公司的股票作为支付手段是一个公平的交易。但是，如果随着购买者的股票从 25 的收益降低到较为正常的 15，双重价格市场便突然结束了，购买者的感觉很可能会发生巨大的变化。取得收购公司股票的股东会发现，他们接受的价值突然降低了 40%（假设大部分股东持有股票是合理的，因为一般来说，持有股票延迟了由于出售带来的资本利得税的支付。和用现金购买股权的交易不同的是，用股权交换股权的收购通常被认为是免税的）。

读者可能会觉得卖方股东是喜欢抱怨的人。毕竟，当他们接受收购公司的股票作为支付手段时，他们就清楚这项交易将会使其面临同交易前一样的股票市场的波动。但是，不同的是，如果他们继续持有低倍数的股票，他们的损失将不是 40%，而仅仅是 17%，也就是从 12 倍降低到 10 倍的收益倍数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（完整的对比还需考虑卖方股东接受的现行股票价格可能发生的溢价）。

财务报表分析可能并没有提醒卖方股东注意即将发生的、市场范围内的市盈率倍数的下降。但是，通过对收购公司损益表的仔细研究，能判断出股票价格很可能发生急剧的下跌。多年以来，许多贪婪的收购者利用财务报告上的一些手段，使他们在收购货币上暂时地达到了较高的市盈率，但是，精明的分析师能够在股票价格回落到实际价格之前，发现他们的阴谋。

在某些情况下，夸大的市盈率倍数是基于财务手段而不是基于真正的协同效应实现的每股收益的快速增长。刚开始，公司的股票具有适度的倍数，但是，通过收购一些低倍数的小公司，使得公司的收益出现了加速增长。可能每一次的交易都太小，所以并不被认为是很重要的，因而会豁免公司披露细节的义务。而对于分析师来说，细节的披露对其定量分析公司操纵市盈率倍数所带来的影响是非常重要的。随着季度之间每股收益的加速增长，公司刚开始的时候被认为是一只高增长的魅力股。投资者给予公司股票较高的倍数，这将提高公司在更为有利的条件下购买收益的能力。公司管理层宣称，
88 公司能够通过收购补充公司核心业务的外部公司而获得范围经济，这可能会进一步提高市盈率倍数。

这些技术在 20 世纪 60 年代得到了普遍应用，近年来又重新受到欢迎，并且有了一些新的变化。随后，收购公司股票价格大幅下跌的事件频繁发生。下降的主要原因是，整合不同类型的公司业务可能面临着许多实际问题。由于不兼容的信息系统、不同的销售渠道、高级管理人员的个性冲突和公司文化的差异会使纸上合同遭遇诸多障碍。另外，通过收购低倍数市盈率的公司提高每股收益的方法也被证明是不可持续的。例如，如果通过收购来寻求增长的公司之间的竞争加剧，收购公司和目标公司（target company）之间的市盈率差距将可能缩小。这将会阻碍连续的收购活动，因为在盈利能力不能获得提高的情况下，需要靠市盈率的较大差异来维持每股收益的增长。而且，贪婪的收购者将不可避免地遭遇经营收益正常的周期性衰退，公司的市盈率倍数可能会低于其潜在目标值，从而限制必要的收购活动的进行。

对于一家频繁地进行收购活动并且披露尽可能少的细节的公司来说，详细分析其损益表并不是一件简单的工作。然而，一个精力充沛的分析师能够通过比较深入的分析，把经营活动带来的收益增长和购买实现的收益增长分离开来。上市公司收购能够在一些监管所需的文件资料中找到相关信息。而私人公司进行收购的信息可以通过搜索媒体资料获得，包括专门的行业期刊和本地报纸。这类调查中经常会出现这样的话，"收购条件没有被披露"，但是，可通过各种可靠的资源对支付价格进行推测。最后，收购者可能会提供在最近交易中支付的收益倍数范围的一般信息。如果可获得的数据分析表明，管理层正在扩张他们的帝国，而没有通过真正的规模经济或范围经济来创造额外的价值，那么，谨慎的投资者应该在公司彻底崩溃之前出售股票。

3.2.13 欺骗会被发现吗？

最后一点关于数字背后真实性的讨论是，读者们应该注意，前文讨论的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内容既没有在财务报告中进行充分的披露，公司管理者也没因此而锒铛入狱。因此，分析师必须记住，公司有许多方式来遮蔽投资者的眼睛，而不用担心
89 受到法律制裁。有的时候，公司管理者甚至超越法律界限。

这不仅仅是利用财务报告的漏洞，更为重要的是，这类犯罪行为的严重性在于它不仅仅是一个暂时的法律问题。1992 年，罗马天主教教堂（Roman Catholic Church）正式把会计欺诈（fraudulent accounting）定义为犯罪。同年，公开的教理问答把会计造假（book-cooking）列在一系列“新的”犯罪里。而上一次进行教会教学检修是在 1566 年，那时人们还根本不知道什么是会计造假。

然而，这并不是因为害怕被起诉，也不是为了精神上的安宁，而完全是为了制止财务信息发布者的不诚信行为。即便是尽职尽责，审计有时候也不能揭示一些危险的骗局。因此，财务报表分析师必须努力保护自己，以避免被欺诈。

没有任何办法能保证揭示财务报告中的不正当行为，分析师也不一定要将审计师的意见作为财务报告的最终结论。对于大型会计师事务所来说，即使没有可用的资源，也可能会找到关于财务报表真实性的有价值的线索。

美国印第安纳大学凯利商学院会计与信息系的贝内斯教授（Messod Daniel Beneish），以公司财务报告中公布的数据为基础①，设计了一个模型来识别那些可能操纵收益的公司（贝内斯将操纵定义为，包括真正的欺诈和在会计公认原则范围内的盈余管理和披露，在任何一种情况下，审计师、内部调查或者证券交易委员会都可能要求公司进行报表重述、资产核销，或者变更其会计估计或政策）。通过统计分析，贝内斯发现，下面 5 个因素的存在加大了盈余操纵的可能性：

（1）应收账款周转天数增加。

（2）毛利下降。

（3）折旧率降低。

（4）资产质量（定义为除不动产、厂房和设备之外的非流动资产与总资产的比率）降低。

（5）销售收入增长。

值得注意的是，贝内斯并没有把这些指标与不正当会计行为完全挂钩。确实，如果只要是销售收入的高速增长都被认为是人为操纵的结果，那将会
90 令人非常沮丧。但是，贝内斯的数据确实表明，所列示的现象和盈余操纵之间存在强烈的关联性。

3.3 小　结

在本章的讨论中，对于损益表分析所提出的若干问题，只能在报表之外

---

① Messod D. Beneish The Detection of Earnings Manipulation. *Financial Analysts Journal*, 1999-09-10 (pp. 24～36).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找到答案。仅仅研究公布的财务数据，并不能全面了解报表发布者，从而进行判断。对于估值来说一些基本的非定量因素，并不能在财务报告中获得。这些因素包括行业状况、企业文化和管理者对于变革的预期和有效反应的能力。

在对损益表分析的一些应用中，仅仅观察报告数据的局限性并没有带来困难。比如，一个投资机构可能只允许购买满足定量财务测试（如利息倍数）最低值的公司的债券。如果分析师的任务被狭窄地定义为计算这个比率来判断公司是否满足这个标准，那么，就没有超越损益表本身来进行分析的必要了。然而，在大多数情况下，分析的目的在于估计公司的未来财务业绩。对于从事有远见工作的分析师来说，仔细研读损益表仅仅是一个开始。带着对过去期间发生事情的理解，分析师能够走近发布者和其他资源来查明事情的真相。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

现金流量表

91 根据财务会计准则（Statement of Financial Accounting Standards，SFAS）第95号规定，自1998年7月15日起，公司需公布反映公司资金流入和流出的报表，即现金流量表（the statement of cash flows）。表4—1以电池制造商雷特威（Rayovac）公司2000年现金流量表为例，现金流量表包括经营活动所产生的现金流量、投资活动所产生的现金流量和筹资活动所产生的现金流量3个部分。现金流量表的前身是财务状况变动表，最初是由会计原则委员会在1971年要求公司公布的。

92 表4—1 雷特威公司

合并现金流量表（除每股数据外以千为单位） 2000年9月30日	
经营活动产生的现金流量	
净利润	$ 38 350
将净利润调整为经营活动产生的现金流量	
摊销	6 309
折旧	16 024
递延所得税	2 905
固定资产处置利得或损失	(1 297)
应收账款	(15 697)
存货	(20 344)
预付费用和其他资产	(5 416)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

合并现金流量表（除每股数据外以千为单位） 2000 年 9 月 30 日	
应付账款和应计负债	22 126
应计资本重组和其他特殊费用	(5 147)
经营活动产生的现金流量净额	37 813
投资活动产生的现金流量	
购买不动产、厂房和设备支出	(18 996)
出售不动产、厂房和设备的现金流入	1 051
投资活动产生的现金流量净额	(17 945)
筹资活动产生的现金流量	
负债的减少	(215 394)
债务融资现金流入	203 189
现金透支	(4 971)
应收管理者/股东票据现金流入（预付款）	(2 300)
收购库藏股	(886)
股票期权行权	621
融资租赁付款	(1 233)
筹资活动产业的现金流量净额	(20 974)
汇率变动对现金及现金等价物的影响	(202)
现金及现金等价物的净增加（减少）	(1 308)
期初现金及现金等价物	11 065
期末现金及现金等价物	9 757
现金流量信息的补充披露	
利息费用支付的现金	27 691
所得税支付的现金	14 318

资料来源：雷特威公司 2000 年 12 月 19 日的 10-K 表。

在 1971 年以前，一直追溯到 15 世纪在意大利产生的**复式记账法**(double-entry bookkeeping)，财务分析师都只能通过资产负债表和损益表进行粗略的分析。为增加财务报表分析的洞察力，由此产生了现金流量表。现金流量表的优点正好补充了损益表的缺点，并且，其具有更加明确的利润观。以往很多的实例证明，利润是一个容易被操纵的数字，容易被放大或缩小以迎合管理层的需要，从而不利于公司之间的横向公平比较。

举例说明，上市公司和私人公司在编制其损益表时，具有不同的目的，可能形成错误的比较结论。

为了进行财务报告（与税务会计不同），上市公司一般追求所报告净利润的最大化，因为投资者用净利润作为股票估值的基础。因此，在会计准则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

允许的范围内，公司都有费用最小化的动机。因而，公司将资本化任何能够资本化的费用，并且，在尽可能长的期间里对固定资产进行折旧。而公司可
93 能不这样做的理由（除了良心之外）主要是，避免被认为是在滥用会计实务操作，因为这会使其股票的市场估值偏低。如果和同行业的其他公司相比，某公司采用的折旧期限较长，就会给公众留下滥用实务操作的印象。

相反，私人拥有的公司由于没有公共的股东，不必受其影响。上市公司不仅需要向公众公布一套报表，还要向美国国内收入署（Internal Revenue Service，IRS）提供一套报表。与之不同，私人公司一般只为税务机关编制一套报表。它的动机不是最大化报告利润，而是最小化，从而也最小化了它的纳税金额。如果一个分析师分析私人公司的损益表，并且试图把它和同行业内的上市公司进行比较，结果将会是私人公司不正常的差绩效表现。

4.1 现金流量表和杠杆收购

如果一家公司是通过**杠杆收购**（leverage buyout，LBO）（见表 4—2）而获得的，那么，在分析其报表时，净利润将变得更加不相关。杠杆收购指投资者通过少量的股权资本和借入大量资金（在本例中是 90%）来收购一家公司。高负债的资本结构（captial structure）将带来非常高的利息费用，使之前盈利状况非常好的公司在杠杆收购的第一年也会出现亏损状况。因而，这不大可能是一个具有吸引力的投资机会，而且，如果债权人对一家肯定会发生损失的公司提供资金，人们还会对他们的智商表示怀疑。

然而，更深入的研究表明，所有的股权投资者都不是傻瓜。2002 年，雷特威公司的销售预计能带来 15 亿美元的现金流入。现金支出包括产品销售成本（8.4 亿美元）、销售费用、一般费用及管理费用（3 亿美元）和利息费用（2.65 亿美元），总计是 14.05 亿美元。加上 1.05 亿美元的折旧费用，总费用是 15.1 亿美元，销售额减去费用，为 1 000 万美元的税前损失。但是，折旧费用并不代表本年度的现金流出。它只是一个记账分录，表示由于实物资产的使用所带来的价值的逐渐下降。因此，杠杆收购公司产生的资金应该等于销售额减去付现费用（cash expense）（注意，所得税税额抵免是现金流出的减少）。

95	销售收入	1 500（百万美元）
	减：现金支出	
	产品销售成本	840
	销售费用、一般费用及管理费用	300
	利息费用	265
	所得税税额抵免	(3)
	等于：产生的现金	98（百万美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样的结果可以通过把折旧加回到净利润中得到①：

净利润	(7)（百万美元）
加：折旧	105
等于：产生的现金	98 （百万美元）

94 **表 4—2** **杠杆收购预测——基本场景** 单位：百万美元

资本结构

2001 年 12 月 31 日

优先债务	$1 375	55%
次级债务	875	35
负债总额	2 250	90%
普通股权益	250	10
资本总额	$2 500	100%

预测的损益表

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
销售收入	$1 429	$1 500	$1 575	$1 654	$1 737	$1 824
销售成本	800	840	882	926	973	1 021
折旧	100	105	110	116	122	128
销售费用、一般费用及管理费用	286	300	315	331	347	365
经营收益	243	255	268	281	295	310
利息费用	70	265	265	263	251	257
税前利润	173	(10)	3	18	44	53
所得税（抵免）	61	(3)	1	6	12	18
净利润	$112	$ (7)	$2	$12	$32	$35

预测的现金流量表

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
净利润	$ (7)	$2	$12	$32	$35
折旧	105	110	116	122	128
经营活动产生的现金流量	98	112	128	154	163

① 表 4—2 和与之相关的文字说明对现金流的观点进行了简单的介绍。这里讨论的现金的两个主要来源——净利润和折旧，留到之后的细节问题，比如递延所得税继续进行讨论。递延所得税是由于税款的确认和支付时间的差异所造成的。同样地，剔除营运资本因素的现金运用，将会在接下来的表 4—8 中进行讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

预测的现金流量表

		2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
减去：不动产和设备增加		95	100	105	110	116
可用于偿还债务的现金		$3	$12	$23	$44	$47
优先债务	$1 375	$1 372	$1 360	$1 337	$1 293	$1 246
次级债务	875	875	875	875	875	875
负债总额	2 250	2 247	2 235	2 212	2 168	2 121
普通股权益	250	243	245	257	279	314
资本总额	$2 500	$2 490	$2 480	$2 469	$2 447	$2 435

从现金流入和流出的角度，而不是收益的角度看，杠杆收购看起来是一个还不错的冒险行为。如表 4—2 所示，虽然 2002 年预计净利润为负，“预计现金流量”表明现金流入略高于现金流出（注意，权益投资者并没有取得红利，而是把产生的多余现金用于偿还债务）。

在接下来的几年里，情况有了更大的改善。在销售额按照 5%的年增长率增加的情况下，预测损益表表明，经营收益将稳步增长。另外，不断降低负债规模也使得利息费用下降，所以，净利润随着时间的推移而增加。在本例中，虽然折旧费用也提高了，但是，经营活动所产生的现金流量始终略高于资本性支出的需求。

如果预测无误的话，那么，股权投资者在 2006 年底，将获得 18 亿美元的销售额和 3.1 亿美元的经营收益，而在 2001 年，则分别是 14 亿美元和 2.43 亿美元。除了最初投入的 2.5 亿美元之外，他们并没有注入额外的资金，却获得了这样的增长。

假设投资者决定将收益增长带来的公司价值的增加变现。假定其能够按照与收购时相同的 EBITDA（未扣除利息、税收、折旧和摊销之前的收益）[①]倍数来出售公司，投资者将实现 6.85 亿美元的净收益，如下列示（以百万美元为单位）：

96 1. 计算在 2001 年支付的 EBITDA 倍数。

$$\text{EBITDA}=\frac{\text{购买价格(股权+借入资金)}}{\text{净利润+所得税+利息费用+折旧+摊销}}$$

$$=\frac{\$2\,500}{\$112+\$61+\$70+\$100}$$

$$=7.3$$

2. 用这个倍数乘以 2006 年的 EBITDA 来确定 2006 年的出售价格。

① 如果想了解用 EBITDA 来评估公司价值的详细内容，请参见第 14 章中“通过可能的重组进行估值”一节。也可以参见第 8 章“EBITDA 的局限性和应用”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(7.3)×($35 000+$18 000+$257 000+$128 000)
=$3 197 400

3. 用上一步得出的数字减去现有的负债来确定税前收益。

$3 197 400－$2 131 000＝$1 066 400

4. 在超出初始权益投资的利得中减去纳税金额，来确定净收益。

$1 066 400	税前收益
—250 000	初始股权投资
$ 816 400	资本利得
× 0.34	资本利得税率
$ 277 576	资本利得税

$1 066 400	税前收益
—277 576	资本利得税
$ 788 824	净收益

在5年之内，股权持有者的投资从2.5亿美元增加到7.89亿美元，税后年复合收益率为25.8%。而有趣的是，预测期的平均年度权益回报率（以报告的净利润和权益账面价值为基础）仅仅是4%。对于估计杠杆收购议案投资价值的分析师来说，如果他们关注的是收益而不是现金流，他们将错失投资机会。

在分析杠杆收购的负面影响时，现金流而不是报告收益，也同样重要。

97 当然，权益投资者在获取较高收益的同时，必然也面临着较大风险。存在的一个可能的风险是，如果公司不按计划运行，权益投资者就可能损失全部的投资。特别是，公司存在销售额和营业收益低于预期的风险，这可能是由于出现经济衰退，或者是投资者一开始的预期就太高，脱离了现实。对于低负债资本结构的公司来说，营业收益的降低或许没那么严重。但是，在杠杆收购情况下，较高的利息费用很可能将令人失望的营业收入转化为大规模的损失（见表4—3），即使将折旧加回之后，公司经营活动所产生的现金流量也会下降到零或者为负（注意，这里显示的下降之后的数据是由表4—2中预测的销售额、产品销售成本和销售费用、一般费用和管理费用变动8%之后得出的）。

表4—3　　杠杆收购预测——悲观的情况　　单位：百万美元

预测的损益表	2002年
销售收入	$1 380
产品销售成本	907
折旧	105
销售费用、一般费用及管理费用	324
经营收益	44
利息费用	265

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

预测的损益表		2002 年
税前利润		(221)
所得税税额抵免		(75)
净利润		$ (146)
净利润	$ (146)	
加上：折旧	105	
等于：产生的现金	$ (41)	

现在看来，对于权益投资者来说，未来情况并不是很乐观。如果他们不能降低营业费用，减少现金流支出，他们将没有足够的现金来支付巨额的利息费用，而利息费用还远远低于预定需偿付的本金。如果公司不能大力削减成本，其他方案的作用都可能是有限的。投资者可以选择向公司注入资金，
98 而这将使投资者的资金紧张，并会降低其最终实现利润所带来的权益报酬率。此外，现有的股权持有者可以选择将其股权卖给新的投资者。在这种情况下，由于企业被认为是陷入困境，新投资者很可能会提出一些严重影响原投资者利益的条件，并且，很可能处于控制地位。而对于那些同意（如果有的话）公司通过借款来摆脱困境的债权人来说，他们可能会提出更为苛刻的条件。如果债券持有者接受降低利息或延迟偿还本金的条件，则不得已的要约收购对于股权持有者来说可能比较具有吸引力，但是，这很可能遭到债权人的强烈反对。

如果所有这些方案都被证明是不能被接受的或者是不可行的，那么杠杆收购公司将会拖欠债务。此时，债权人可能会申请公司破产，这将会造成权益投资者的完全损失。另外，债权人可能以对公司管理施加影响作为交换条件，同意降低其贷款利率，并且延迟所要求的本金偿还。简而言之，一旦出现负的现金流，对于权益投资者来说，可能的结果一般而言都是比较惨淡的。

在这里，关键的一点是，现金流量表，而非损益表，能够提供高负债公司财务健康状况的最好信息。假如产生（和保留）现金的最主要的目的是降低负债，而权益投资者并没有获取股利的要求，所以，揭示出会计利润并没有好处，因为会计利润会伴随着税收的发生，而税收反过来会造成现金流量的减少。此外，也不存在要求增加每股收益的公共股票持有者。因而，在分析高负债公司时，现金流量表是最有用的工具，因为它反映了公司所有者的真实的动机——产生现金，而不是最大化报告收益。

4.2 分析应用

虽然私人公司和高负债公司的示例生动地说明了现金流量表的优点，但是，现金流量表在分析上市公司和传统的资本化公司时也具有重要的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中，一个重要的运用是用来确定公司所处的生命周期阶段，即起步期、快速成长期、成熟期和衰退期。生命周期的不同阶段具有不同类型的风险。因此，了解公司处于哪个阶段，能够把分析师的精力集中在最关键的分析因素上。
99 现金流量表的第二个作用是用来判断一家公司的财务弹性。财务弹性指的是，如果出现业务衰退的情况，公司能够在一个较长的时期里，继续最小化资本成本，并提高竞争地位的能力。最后一点，当分析陷入困境的公司时，现金流量表是一个需要研究的关键报表。当一个公司濒临破产的边缘时，由于核销（write-off）对公司经营获利能力衰退的滞后反映，公司的资产负债表可能会高估其资产的价值。另一方面，资产负债表不能反映以历史成本计价的资产的重置价值，公司可能会出售这些资产来筹集现金。对于即将破产的情况而言，损益表也不具有特别的相关性。因为在目前的情况下，公司的主要目标不是保持一个完美的收益记录，而是生存下来。“公司会继续让它的债权人陷入绝境吗？”现金流量表对此问题的回答提供了最有用的信息。

4.3　现金流量和公司生命周期

商业企业一般要经历几个发展阶段，这些阶段在很多方面与人类生命的阶段是类似的。正像小孩容易感染的疾病和折磨年长的人的疾病是不同的一样，投资年轻公司和成熟公司存在的风险也是不同的。因此，了解公司所处的生命周期阶段和在这个阶段最可能面临的财务困境，是非常有用的。

图 4—1 是随着时间的发展，根据销售额和收益的增长所描述的企业生命周期图。在初创阶段，收入逐渐积累，这个时期公司处于组织和投放产品的阶段。在萌芽成长阶段，由于公司的产品开始深入市场，并且生产达到了可盈利的规模，收入和利润加速增长。在稳定增长阶段，市场接近饱和，销售

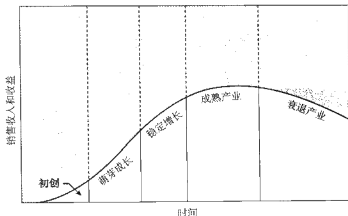


图 4—1　企业生命周期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额和收益的增长速度放缓。在成熟产业阶段，销售额的来源仅限于对之前售出产品的替代和人口增加所带来的新的销售额。在这个阶段，通常价格竞争加剧，公司试图通过提高市场份额来寻求销售额的增长（一块更大的蛋糕，但是增长率较低）。衰退产业阶段并不总在成熟期后出现，但是，从长期来看，一些产业由于技术的变化确实会被淘汰。衰退阶段的主要特点是：销售额和收益大幅下降，最终带来公司的破产。

公司在生命周期的不同阶段所特有的增长类型，和现金产生和运用的类
100 型是相对应的。例如，完全的初创型公司（start-up companies）是典型的现金使用者，它们需要资金来支付员工的薪金，这些员工制定了初始的组织生产计划，并且为产品投放市场做出了努力。在还没有收入流入时，企业不能成功整合的风险很高。这类公司为传统的财务报表分析提供了极少的信息基础。在公开市场上发行证券，并且接受大众投资者对财务结果进行监督之前，它们在风险资本家的资助下，作为私人拥有的公司进行经营。“VC”（venture capitalists，风险资本家）是指具有专业的技能对新兴公司进行估价的专业投资者，他们评估新企业产生充足现金实现上市[①]的前景和希望。

萌芽成长公司（emerging growth companies）是那些存在一段时间后，达到进入公开市场阶段的初创公司。焦点通信公司（Focal Communication）（见表4—4）的例子说明了萌芽成长阶段公司的现金流类型。作为竞争性地区通信运营商（competitive local exchange carrier，CLEC），焦点通信公司为大型商业顾客提供远距离的声音和数据通信服务。其市场快速增长，但是，在这个时期，焦点通信公司还没有从大额的资本投资中获取利润。

101 **表4—4　焦点通信公司（Focal Communication Corporation）　单位：千美元**

合并现金流量表截至2000年12月31日的近三年数据

	2000年	1999年	1998年
经营活动产生的现金流量			
净亏损	\$ (105 857)	\$ (22 386)	\$ (7 969)
将净亏损调整为经营活动产生的现金流量：			
折旧和摊销	56 985	23 763	6 671
融资租赁义务下的摊销	2 275	1 077	—
非现金赔偿费用	6 360	7 186	3 070
优先贴现票据折价摊销	23 487	20 713	16 080
固定资产处置损失	—	609	—
联营投资出售利得	(199)	—	—
应收账款坏账准备	6 987	7 090	720

① 20世纪90年代末期，互联网上市公司的高失败率是由于不成熟的IPO发行造成的。在股票市场不繁荣的时期，新的企业要经过很长时间的发展才能上市。这些企业中的大多数在仍然由风险资本家控制时，就已经失败了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

合并现金流量表截至 2000 年 12 月 31 日的近三年数据			
	2000 年	1999 年	1998 年
营运资产和负债的变动			
应收账款	(26 563)	(24 545)	(8 157)
其他流动资产	(16 526)	(3 699)	(718)
应付账款和应计负债	105 755	8 522	12 491
其他非流动资产和负债净额	(508)	219	319
经营活动产生的现金流量净额	52 196	18 549	22 507
投资活动产生的现金流量			
资本性支出	(309 617)	(128 550)	(64 229)
短期投资变动	(320)	(2 040)	(7 960)
投资活动产生的现金流量净额	(309 937)	(130 590)	(72 189)
筹资活动产生的现金流量			
递延债务发行成本	(14 549)	—	—
发行长期债务的现金流入	273 020	31 768	163 103
长期负债的偿付	(9 254)	(5 985)	(3 537)
发行普通股的现金流入	1 799	138 359	13 900
筹资活动产生的现金流量净额	251 016	164 142	173 466
现金及现金等价物的净增加（减少）	(6 725)	52 101	123 784
期初现金及现金等价物	178 142	126 041	2 257
期末现金及现金等价物	$ 171 417	$ 178 142	$ 126 041

资料来源：焦点通信公司 2001 年 3 月 30 日的 10K 表。

102 如表 4—4 所示，在过去的 3 年里，焦点通信公司的经营损失呈逐年增加之势，其大部分的报告损失来源于非付现费用，如固定资产折旧、债券折价摊销。① 而应付账款和应计负债的增加使经营活动表现出正的现金流。焦点公司的资本预算是其折旧费用的好几倍，显示出由于耗损，企业有置换现有厂房和设备的需要。这个大型的在建项目需要进行外部融资，包括借入长期负债和发行股票。

在获取资本的渠道受到限制时，严重依赖外部融资会产生很大的问题。2000 年末，处于萌芽成长阶段的通信公司失去了在公开股权市场和高收益的债券市场筹集资金的能力。焦点通信公司在 2001 年的夏季表示，除非它能筹

① 债券折价摊销是由于折价发行债券而产生的。购买这类证券的人通过债券期限内的价格上涨来获取一部分利息（如果是零息票债券，就是全部的利息），而不是通过每半年支付现金的方式来获取利息。所以，发行者应该在发行日和到期日之间，按照年度来确认非现金的利息费用，而不是在到期时一次性记录利息费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集到新的资金，不论是在私人市场还是公开市场重新对通信公司开放，否则，它在 2002 年的第一季度将耗尽所有现金。市场也对资金紧缺做出了反应，焦点通信公司的股票价格和债券评级都有所下滑。

稳定增长公司（established growth companies），相比处于萌芽成长阶段的公司，其现金流具有较低的不确定性。旭电公司（Solectron）（见表 4—5）是一家电子产品制造和供应链管理服务提供商，已经达到了获利的阶段。旭电公司仍处于高速成长阶段，在过去两年里每年都取得了接近 40%的增长。虽然资本性支出与折旧之间的差额没有萌芽成长阶段的公司那么大，但是，旭电公司的资本性支出仍然超过了折旧。在 2000 年，旭电公司显著地增加了它的存货，并且以 11 亿美元收购了产地和资产。旭电公司主要通过发行债务来为这次扩张融资。

成熟产业公司（mature industry companies），如美国礼品公司（American Greetings）是美国第二大礼品卡片制造商（表 4—6），已经经历了成长性公司所面临的资金紧张的阶段，因为成长性公司必须为大型建设项目筹资。美国礼品公司源于折旧和摊销的现金流超过了其资本预算。因此，虽然美国礼品公司的营运资金账户表明，在过去的 3 年中有两年是净现金的运用，但美国礼品公司在经营活动中产生了连续的正现金流。即使在 2001 年，美国礼品公司遭受了净损失，但经营活动仍然产生了 1.1 亿美元的现金流。外部融资需求主要来自于 1.8 亿美元的收购计划，收购计划包括对吉布森礼品公司（Gibson Greetings）的收购，它是行业内第三大公司。合并（consolidation）是成熟产业的一个典型特征，公司试图在合并中通过获取规模经济来支撑正在下降的经营收益率。

衰退产业公司（declining industry companies）由于收益不足，必须努力产生足够的现金流。如表 4—7，1998—2000 年，宝丽莱公司（Polaroid）没有产生累积利润。在这 3 年的时间里，宝丽莱公司由经营活动所产生的净现金流总额是 2.286 亿美元，这个数字远远低于其不动产、厂房和设备增加所需的 4.908 亿美元。该相机制造商用出售不动产、厂房和设备的收益，即 2.437 亿美元，基本上弥补了以上差额。然而，在 2000 年，采购存货的资金需求使宝丽莱公司现金紧缺的问题更趋严峻。

103 **表 4—5　　旭电公司合并现金流量表的补充资料　　单位：百万美元**

	截至 8 月 31 日的会计年度		
	2000 年	1999 年	1998 年
经营活动产生的现金流量			
净利润	$ 497.20	$ 350.30	$ 251.30
将净利润调整为经营活动产生的现金流量			
折旧和摊销	251.4	200.4	134.6
非现金利息费用	52.5	18.5	—
与行使股票期权相关的税收利益	60.1	35.4	11.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	截至8月31日的会计年度		
	2000年	1999年	1998年
将合并收购调整至统一会计年度	(11.8)	—	—
开办成本会计政策变更的累积影响	3.5	—	
固定资产处置收益	(8.7)	(4.6)	(2.3)
其他与经营活动相关的现金流量	20.9	5.5	(0.6)
经营性资产和负债的变化			
应收账款	(934.1)	(505.2)	(271.2)
存货	(2 069.00)	(329.7)	(165.2)
预付费用和其他流动资产	(102.9)	16.2	(38.7)
应付账款	1 710.70	294.8	248.8
应计费用和其他流动负债	214.5	15	44.1
经营活动产生的现金流量净额	(342.7)	96.6	212.3
投资活动产生的现金流量			
短期投资的购买和出售	982	(598)	(244.9)
短期投资的购买、出售和到期	(1 498.60)	327.8	358.1
收购产地和资产	(1 097.90)	(164.2)	(204)
资本性支出	(506)	(449.4)	(279.1)
固定资产出售流入	88.9	41.7	60.4
其他与投资活动相关的现金流量	(35.1)	(32)	(15.6)
投资活动产生的现金流量净额	(2 066.70)	(874.1)	(325.1)
筹资活动产生的现金流量			
银行信用额度净流入	16.9	22.1	22.8
长期债务发行流入	2 296.30	729.4	(0.9)
偿还长期债务	(0.8)	—	—
普通股回购	-	(7.1)	(9.2)
行使股票期权流入	121.9	81.5	54.3
普通股发行净流入	11.2	1 069.90	15.7
支付股利	(1.4)	(1.4)	(0.4)
其他与筹资活动相关的现金流量	29.9	(0.4)	(2.2)
筹资活动产生的现金流量净额	2 474.00	1 894.00	80.1
汇率变动对现金及现金等价物的影响	(6.5)	5.2	1.7
现金及现金等价物的净增加（减少）	58.1	1 121.70	(31)

104

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	截至 8 月 31 日的会计年度		
	2000 年	1999 年	1998 年
期初现金及现金等价物	1 417.40	306.4	337.4
期末现金及现金等价物	$ 1 475.50	$ 1 428.10	$ 306.40
现金支付			
利息	$ 17.60	$ 27.70	$ 25.70
所得税	$ 135.70	$ 114.50	$ 93.70
非现金投资和筹资活动			
长期债务转换发行股票净额	$ —	$ 225.40	$ —
企业并购发行股票获得的现金净额	$ 6.40	$ 14.70	$

资料来源：旭电公司 2000 年 11 月 13 日的 10-K 表。

105 表 4—6 美国礼品公司 单位：千美元

合并现金流量表截至 1999 年、2000 年及 2001 年 2 月 28 日的会计年度	2001 年	2000 年	1999 年
经营活动			
净收益（亏损）	$ (113 814)	$ 89 999	$ 180 222
将净亏损调整为经营活动产生的现金流量			
会计变化的累计影响，税后净额	21 141	—	—
股权投资减值	32 554	—	—
非经常性项目	—	30 704	5 544
折旧和摊销	98 057	76 600	74 783
递延所得税	61 227	54 248	(8 940)
经营性资产和负债的变化，扣除收购影响后的净额			
应收账款的减少（增加）	29 201	(35 883)	(10 450)
存货的减少（增加）	(46 587)	11 655	17 809
其他流动资产的增加	(67 292)	(57 261)	(3 271)
递延成本的减少（增加）净额	4 110	(5 640)	(65 588)
应付账款和其他负债的增加（减少）	87 256	(689)	24 211
其他项目的净额	3 947	4 786	(3 052)
经营活动产生的现金流量净额	109 800	168 519	211 268
投资活动			
企业收购	(179 993)	(65 947)	(52 957)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表 单位：千美元

合并现金流量表截至 1999 年、2000 年及 2001 年 2 月 28 日的会计年度	2001 年	2000 年	1999 年
不动产、厂房和设备的增加	(74 382)	(50 753)	(60 950)
固定资产出售现金流入	22 294	1 490	2 522
公司拥有的人寿保险投资	181	2 746	18 413
其他	33 944	(25 183)	8 040
投资活动产生的现金流量净额	(197 956)	(137 647)	(84 932)
筹资活动			
长期负债的增加	—	1 076	317 096
长期负债的减少	(80 431)	(16 397)	(22 669)
短期债务的增加（减少）	257 541	81 097	(158 657)
收益计划下的股票出售	—	1 171	18 981
库藏股回购	(45 530)	(130 151)	(131 745)
支付股东股利	(52 743)	(51 213)	(52 410)
筹资活动产生的现金流量净额	78 837	(114 417)	(29 404)
现金及现金等价物的净增加（减少）	(9 319)	(83 545)	96 932
期初现金及现金等价物	61 010	144 555	47 623
期末现金及现金等价物	$ 51 691	$ 61 010	$ 144 555

资料来源：美国礼品公司 2001 年 5 月 3 日的 10-K405 表。

106 **表 4—7** **宝丽莱公司及其子公司** 单位：百万美元

合并现金流量表	12 月 31 日		
	2000 年	1999 年	1998 年
经营活动产生的现金流量			
净收益（损失）	$ 37.7	$ 8.70	$ (51.00)
不动产厂房和设备折旧	113.9	105.9	90.7
房地产销售利得	(21.8)	(11.7)	(68.2)
其他非现金项目	22.9	73.8	62.2
应收账款减少（增加）	41.8	(52.7)	79
存货减少（增加）	(100.6)	88	(28.4)
预付及其他资产的减少	32.9	62.4	39
应付款项和应计负债的增加（减少）	9.2	(6.5)	25.3
薪资福利的减少	(105)	(72.5)	(21)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表　　单位：百万美元

合并现金流量表

	12月31日		
	2000年	1999年	1998年
应付联邦、州及国外所得税的减少	(31.5)	(54)	(29.9)
经营活动产生的现金流量净额	(0.5)	131.4	97.7
投资活动产生的现金流量			
其他资产减少（增加）	4.5	16.5	(25.4)
不动产、厂房和设备的增加	(129.2)	(170.5)	(191.1)
不动产、厂房和设备销售现金流入	56.6	36.6	150.5
收购获得净现金额	—	—	(18.8)
投资活动产生的现金流量净额	(68.1)	(117.4)	(84.8)
筹资活动产生的现金流量			
短期债务（到期日在90天及以下）的净增加（减少）	108.2	(86.2)	131.2
短期债务（到期日在90天以上）			
现金流入	—	41.8	73
支付	—	(24.9)	(117.2)
发行长期债务的现金流入	—	268.2	
偿还长期债务	—	(200)	—
支付现金股权	(27)	(26.6)	(26.5)
回购库藏股	—	—	(45.5)
股票激励计划发行股票的现金流入	0.1	0.3	6
筹资活动产生的现金流量净额	81.3	(27.4)	21
汇率变动对现金的影响	(7.5)	0.4	3.1
现金及现金等价物的净增加（减少）	5.2	(13)	37
期初现金及现金等价物	92	105	68
期末现金及现金等价物	$97.20	$92.00	$105.00

资料来源：宝丽莱公司2001年4月2日的10-K表。

107　宝丽莱公司的根本问题在于其核心业务的衰退。1947年，宝丽莱公司在Land Camera产品中引入了瞬时拍摄技术。在取得成功之后，该公司在1971年又引入了瞬时彩色拍摄系统。但是，随着一小时冲印商店和数码相机的出现，消费者对宝丽莱公司产品的兴趣开始减弱。新产品并没有使宝丽莱公司的财富增加，反而由于销售人员的扩张所带来的成本膨胀超过了销售额的增长。[①] 1998年，宝丽莱公司大量回购股票以防止有企图的敌意收购（hostile

① James Bandler and Mitchell Pacelle. Polaroid Is Using Charpter 11 to Seek a Buyer. *Wall Street Journal*, 2001-10-15 (B9).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

takeover)，结果，宝丽莱公司的**财务杠杆**（financial leverage）急剧提高，由此加剧了公司的问题产生。1991 年，宝丽莱公司有机会降低负债规模。当时，公司在与伊士曼-柯达（Eastman Kodak）的专利侵权诉讼的和解处理中获得了 9.25 亿美元的赔偿。但是，宝丽莱公司却用这笔收益回购了更多的股份，并且购买了资源配置软件以提高效率。[①]

到 2001 年夏天，宝丽莱公司没有能力支付其到期的债券利息。为降低成本，宝丽莱公司削减了员工的健康保健福利，并且提高了退休人员承担的健康保健成本比例。宝丽莱公司在试图出售部分或全部公司的计划失败之后，于 2001 年 10 月 12 日申请了破产。

4.4 财务弹性的概念

除了反映公司的发展阶段及其可能面临的风险之外，现金流量表还能提供反映公司财务弹性的基本信息。通过研究现金流量表，分析师能够在以下问题上做出理智的判断：

- 公司股利的稳定性（持续支付的可能性）怎样?
- 如果外部资本资源突然变得稀缺或者极其昂贵时，公司能够从内部筹集到所需要的资金吗?
- 如果公司的业务出现严重衰退，公司能够继续履行其义务吗?

表 4—8 以简明的形式帮助我们回答了这些问题。最上面的是基本现金流（basic cash flow），定义为净利润（剔除了非现金部分）、折旧和递延所得税（deferred income taxes)。各种各样的现金支出按可以自由支配的程度从小到大排列，依次扣除。

当公司在困难时期必须削减各种各样的支出来留存现金时，管理层面临许多艰难的选择。主要目标是要避免损害公司的长期健康发展。如表 4—8，财务弹性对满足这个目标起着关键的作用。

沃尔玛（Wal-Mart）是美国最大的零售商，在 2001 年 1 月 31 日结束的财务年度，其表现出不同寻常的财务弹性。公司经营活动产生的现金是稳健的 96 亿美元，因而，根本不需要通过借贷或者发行股票来支付公司 80 亿美元的资本支出计划。沃尔玛长期负债的变动为 21 亿美元（净增加），而此次负债发行所筹集的资金被全数用于偿还短期负债。公司投资活动（主要是在国际经营活动中的投资）的现金支出，超过了内部产生现金在支付股利之后的数额，差额为 1.8 亿美元。而沃尔玛公司股票发行的净流入为 3.88 亿美元，这基本上弥补了以上差额。

---

① Claudia H. Deutsch Market Place: For Polaroid, the Bad News Seems to Be the Only News. *New York Times*, 2001-10-04 (C7).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

108 **表 4—8** **沃尔玛连锁公司**

财务弹性分析 2001 年 1 月 31 日止的会计年度

（单位：百万美元）

基本现金流量（1）	$ 9 749
调整的营运资本的增加（2）	(145)
经营现金流量	9 604
资本性支出	(8 042)
可自由支配现金	1 562
股利	(1 070)
投资活动	(672)
筹资前现金流量	(180)
长期负债的净增加（3）	2 086
长期负债的净减少	(2 022)
普通股发行净流入	388
其他	(74)
现金及现金等价物的增加	$ 198

说明：（1）包括净利润、折旧和摊销、递延所得税和其他。
（2）剔除了现金和应付票据。
（3）包括融资租赁义务。
资料来源：沃尔玛公司 2001 年 4 月 17 日的 10-K/A 表。

能够通过内部融资来满足大部分的扩张资金需求是沃尔玛公司的一个重
109 大优势。通常，由于高利率或股票价格下跌会使新的融资变得非常的昂贵。在商业领域还会偶尔出现“信用紧缩”（credit crunches）时期，在这种情况下，企业在任何价格都得不到外部融资。

沃尔玛公司不依靠外部融资的基础是高度盈利的折扣商店业务。如果由于经济收缩或竞争压力加大，使得这个盈利的发动机暂时放慢了速度，那么，沃尔玛公司将面临两个选择：控制商店的发展速度和减少提高利润的技术方面投资，或者变得更加依赖外部融资。前一种方法会进一步损害企业的获利能力，而后一种选择会使沃尔玛的 EBITDA 中的较大部分用于支付利息和股利。简而言之，财务弹性的丧失会导致财务弹性的进一步丧失。

如果公司的资金紧张变得很严重，董事会可能会采取比较极端的措施，即削减或者取消股利（比取消股利更为极端的措施是急剧减少、停止或拖欠利息支付，使得公司必须出售核心资产来产生现金）。公司会努力避免走到减少股利这一步，因为公司害怕失去投资者的追捧，从而带来**资本成本**（cost of capital）的提高。为维持现有的股利支付率，董事会有时可能会选择借款。但这种做法不能长时间地持续，以免利息成本提高而内部现金又不足，最终可能导致公司破产。

尽管有时公司坚持派发股利，但是，在收益下降的时期，股利也应视为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务弹性的潜在资源。毕竟“可自由支配”指的是在经营费用和资本支出之后可用的现金流，它强调了股利不是契约型支付，而是按照董事会的意愿来进行支付的。当股利的保留危害到公司良好的财务状况时，股东实际上可能会要求董事会削减支出，以此作为在较长时期内提高股票价值的一种手段。

分析师可以通过计算可自由支配现金流（discretionary cash flow）补偿股利的倍数来衡量股利的稳定性。在沃尔玛的案例中，该比率让人较放心，为 1.46x，即 15.62 亿美元除以 10.7 亿美元。按照同样的方法，如果沃尔玛的净利润（现金流的基本组成部分）下跌 4.92 亿美元，即 15.62 亿美元减去 10.7 亿美元，那么比率将会低于 1.0x。而此时，沃尔玛的收益仅下降 38%（会计年度的净利润是 62.95 亿美元，表 4—8 中没有显示）。

此外，在沃尔玛的资本预算中，还存在着另外一种缓冲资金压力的潜在方式。管理层不但可以降低商店发展的速度，而且可以推迟已有商店的装修
110 计划。不过，后一种措施会降低其未来的竞争力。零售商发现，如果它们的商店看上去很陈旧，其销售额将会下降。同样地，如果工业公司在任何一个扩张时期，降低到“稳定水平的资本支出”，那么这将会失去它们的竞争优势。这时的资本支出，只能维持现有的厂房和设备的工作效率，并没有额外的支出来增加产能或者升级设备以提高生产率。另外，分析师应该获取信息对管理层所认为的稳定水平进行独立确认，比如，可以从熟悉业务的工程师那里进行确认。公司可能会夸大在发生衰退时削减资本支出以保存现金的程度。

在估计财务弹性时需要注意的最后一个因素是调整后的营运资金的变化。和传统的营运资金（流动资产减去流动负债）不同，这个数字剔除了应付票据、现金和短期投资。在表 4—8 中，应付票据是短期负债净变化的一部分，现金的增加或减少在财务弹性分析中被视为残差。

对沃尔玛来说，调整后的营运资金代表的是会计年度中较少的资金（1.45 亿美元）运用。一般来说，随着销售额的增长，存货和应收账款的规模会扩大。资产负债表结构良好的公司，可以通过增加应付账款（供货商扩大信用）来筹集所需的大部分现金。但是，如果未销售货物的积累造成存货和销售额不成比例的上升，那么，可能就会需要进行外部融资。同样地，如果和以前期间相比，顾客支付的速度开始减慢，应收账款可能会扩大营运资金需求和可用的商业信用之间的差距。而反过来，由此造成的信用质量评估（参见第 13 章）的下降，可能会使供货商减少它们愿意提供的信用数额。又一次，财务弹性的丧失只能是自食其果。

4.5 捍卫财务弹性

或者由于金融市场的一般情况，或者由于公司的债务质量下降，造成了信用稀缺，这时的情况会非常艰难。有时，由于公司实际上不能获得贷款，情况将更为严重。银行贷款协议通常包含一些限制性的条款，如对债务总额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(total indebtedness）的限制（参见第 12 章的“预测财务弹性”）。除此之外，被这些条款限制的公司将不能继续获得借款来履行义务。

111 违反债务契约或者努力避免破产的一个典型后果是，管理层通过降低可自由支配的支出来避免出现失控局面。公司可以在不影响短期经营活动的情况下削减很多的项目，但对公司的长期健康发展而言则是很重要的。广告和研发费用通常是削减的目标。因为，它们的收益只有在未来期间才能看到，而其成本在当期就是很明显的。若干年后，习惯性地缩减这些支出的公司肯定会损害自身的竞争能力，因而将一个短期的问题转变成了一个长期问题。

能防止出现上述衰退是财务弹性的主要好处。如果公司在好的时期能够在不进行融资的情况下产生正的现金流，它将不用削减资本支出和其他能产生未来收益的投资支出。在大多数情况下，存在某种程度上**财务弹性**（slack）的公司也不会被迫取消股利。因而，公司将不会损害其在资本市场上的形象，也有利于避免未来融资成本的提高。

虽然财务弹性能够带来很多好处，但是，保持一个资金缓冲并不总被认为是公司的明智之举。其对立观点基于自由现金流（free cash flow）概念。自由现金流是指“满足公司所有的项目所需的资金之后所多余的现金流，而这些项目是指按照相关的资本成本折现后，具有正的净现值（net present value，NPV）的项目”①。根据这个观点，管理层应该把所有多余的现金流都分给股东，否则就只能投资于低回报的项目（或者可能投资于更低回报的有价证券），这样，就不能使股东获得公平的资本回报。这种观点的支持者认为，如果让管理层决策，管理层将把现金用于低回报的投资，因为管理层薪酬和其所控制资产的增长成正相关的关系。因此，应该鼓励管理层把所有多余的现金分给股东。认为财务弹性毫无价值的人提出，如果不能推动管理层分配多余的现金，就应该利用敌意收购的手段。

当然，反对保留多余现金流的观点是具有一定逻辑性的。并且，其获得了许多研究②的支持，这些研究表明，即使不再具备好的投资机会，公司仍然有继续投资的倾向。虽然这种增长在经济学的理论之外，但相关理念必须谨慎地应用于实践。在许多行业中，过度投资（overinvestment）毫无疑问会导致长时间的产能过剩，接着将导致长期获利能力低下。现在看来，如果涉及过度投资的公司之前能增加股利支付，或者回购股票，而不是建设新的厂房，
112 它们会更好地服务于股东。然而，这往往是事后才得出的结论。管理层可能已经过度投资了，因为他们相信经济增长的预测，而这种预测最终被证明是过于乐观了。如果需求按照预期的速率增长，没有扩大生产能力的公司可能就不能保持其市场份额了。从长远来看，与几年的产能过剩相比，不能取得与具有较强扩张性的竞争者相一致的规模经济，这对股东的损害将更大。财

① Michael C. Jensen, “The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy,” In: Lynn E. Browne and Eric s. Rosengren *The Merger Boom*. Federal Reserve Bank of Boston, 1978, 102～137。这篇文章为这里所描述的关于自由现金流的争论提供了基础，并且，引用的定义也出自这篇文章。

② 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务分析师应对某个公司的再投资政策作出判断——非后见之明——而并不是被动地接受当前的主流观点，如最近期间的低回报说明该行业不存在值得开发的未来机会。

不容易被理论家发现的一个细节是，财务弹性可以直接转换为经营弹性（operating flexibility)。将现金"留存"于有价证券，当紧缩的信用状况导致筹集所需的营运资金比较困难时，能够使公司较其"精干刻薄"的竞争者领先一步。丧失财务弹性的另一个不太显而易见的风险是，由于经济衰退所引起的暂时解雇，可能会使公司永远地失去经验丰富的、有技能的员工。在接下来的经济恢复中，由于这些员工在其他地方找到了永久性的工作，从而使公司的生产能力受到影响。因此，继续经营工厂以保持有价值的员工，这可能是划算的做法，而这样做会人为地积压存货。当营运资金的融资需求突然增大，而公司又没有能力适应这种变化时，该战略是很难实施的。

4.6 小 结

在过去的 30 年里，现金流量表已经成为其他报表的有价值的补充。当资产负债表和损益表只能提供有限的信息时，它是很有价值的。例如，一家高负债的公司最小化而不是最大化报告收益时，利用损益表来衡量公司成功与否并不是可信的。同样，一个实际上已近耗尽其净值的公司，其资产负债表中显示的本季度权益与前一期相比降低了 10%，这两者之间并没有很大的相关性。在这种时候，投资者或者债权人最关心的问题是，公司能否继续履行近期的支付义务，从而赢得足够的时间来解决它的经营问题。

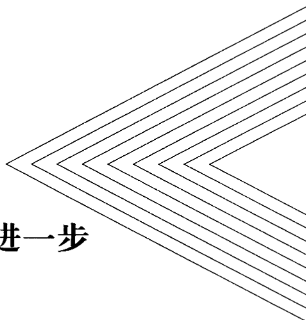
对于损益表和资产负债表不能描述的风险和机会，现金流量表不仅丰富
113 了这些方面的分析，还能帮助我们来确认公司所处的生命周期阶段。在发展的各个阶段和公司面临的各种挑战中，财务弹性对迎接这些挑战起着重要的作用。与旧的观点不同，现金流量表不仅仅是风险厌恶型投资者的安全保障，而且是度量财务弹性的最好工具。对于有雄心和谨慎的管理者来说，当竞争对手被迫削减支出时，现金流的缓冲能够使公司维持基本的长期资本支出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

对利润的进一步研究



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章

什么是利润?

117 利润在商业领域和经济学理论中都占有很高的地位。产生利润的必要性是要求商业组织遵纪守法，这促进了企业在降低成本上的创新。反过来，创新促进了稀缺资源的有效利用。追求利润的动机也鼓励了储蓄和风险承担，而这两者是经济发展中不可或缺的元素。最后，利润是商业人士衡量自己成就的标准，也是其证明自己所要求薪酬的一个标准。

鉴于利润具有这些重要的经济学功能，人们可能会认为，财务报表的使用者一定在很早之前就对利润给出了普遍接受的定义。而实际情况是，只有下面的一种形式，而且是非常初级的水平：

利润＝收入－成本

用这种方式定义的利润引发了一系列问题：什么是收入？成本包括哪些内容？或者，更为精确地说，成本现在包括什么和以后包括什么？由于这些问题可以用许多不同的方式来回答，所以，产生了无数关于利润的定义。对
118 财务报表的分析师来说，最重要的是要理解真实利润和会计利润之间的不同。

5.1 真实利润与会计利润

在计算真实利润时，最简单的公式是收入减成本，这是一个非常有用的起点。当计算其所指利润时，分析师必须要考虑真正的收入，并且减去所有相关的成本。完整的成本内容包括劳动力、原材料、厂房、购买的服务、设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备的折旧和税收。但是，不论分析师多么谨慎，利润的计算都不会令人满意，除非通过了以下决定性的检验：

如果一家公司赚取了真实利润，那么它的所有者和以前相比将更加的富有。

即没有财富的增加就不存在真实利润。真实利润是在财务报表分析中真正起作用的唯一的利润形式。

至于会计利润，公认会计原则定义了许多的规则来非常精确地计算它。但是，对于财务分析师来说，会计利润在实务中的定义非常简单：

会计利润就是按照会计准则定义的范畴。

在一定的期间，如果企业没有为它的所有者增加任何的财富，但是，会计准则上取得了利润，这就足够了。因为没有反映出真正的财富增加的会计利润，对于股票市场上的许多投资者来说已经足够了。他们会很高兴地对公司的市盈率倍数赋予一个值，而这个数字是由有声誉的会计师事务所利用其会计技巧得来的，并且宣称这就是公司的利润。

5.2 什么是收入？

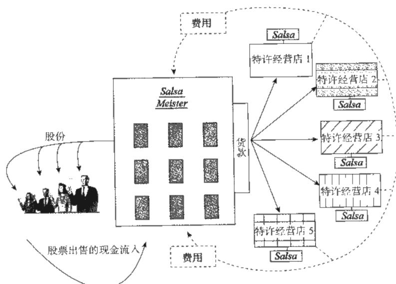
比如，假定一位企业家开发了一项饭店特许经营的商业活动。虚拟公司 Salsa Meister International 并不经营任何一家 Salsa Meister 的饭店。它仅仅把特许经营权出售给其他企业并且收取特许经营费（franchise fees）。

遗憾的是，特许经营的饭店持续亏损。但是，这对于 Salsa Meister International 的会计利润没有任何影响。饭店的经营并不是 Salsa Meister International 业务的一部分，饭店的收入也不是它的收入，并且，饭店的成本也不是它的成本。Salsa Meister International 的收入完全由特许经营费组成，这些收入是其通过向特许经营者提供一些服务而获得的，这类服务包括研发菜单、提供会计系统、培训饭店员工和设计广告宣传活动。

精明的分析师会提出疑问，亏损的特许经营者从哪里获得现金来支付特许经营费。图 5—1 解答了这个谜题。Salsa Meister International 向公众出售股票，然后将获得的资金转借给特许经营者。特许经营者以特许经营费的名义再把这些现金还给 Salsa Meister International。这些费用超过了经营公司总部所需的适度成本，Salsa Meister International 欣然接受了这些费用，并将它称为收入。

按照公认会计原则，Salsa Meister International 取得了利润。投资者赋予其某个市盈率倍数，根据会计利润进行估价后，公司进一步开始它的下一次股票公开发行。然后，这些股票发行收入再次提供给特许经营者来支付费用。而且，随着 Salsa Meister 连锁店向新的地区扩张，特许经营者的数量在不断增加，随之会计利润也将不断提高。因而，先将股票市场的现金流入转化为费用，最后作为收入，这样的循环又一次开始了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



119 图 5—1　把股票市场的现金流入转化为收入

但是，精明的分析师困惑了。这些交易形式的实质是很明显的，Salsa Meister International 公司的财富并没有增加。现金只是简单地从股东那里流向了公司，然后流向特许经营者，最后又返回到公司，整个过程只是经历了一些名称的变化而已。

120 仅仅循环资金并不会增加财富。如果杰克给吉尔 1 美元，吉尔很快又把 1 美元还给了杰克，“交易”之后和之前相比，任何一方都没有变得更好。根据定义，也就是说，杰克和吉尔都没有获得真实利润。因而，不论公认会计原则对于会计利润如何定义，Salsa Meister International 都没有获取真实利润。

投资者迟早会认识到这一点。当这种情况发生时，Salsa Meister International 公司就失去了在股票市场上筹集新的资金来制造会计利润的能力。Salsa Meister International 公司的股票价值将会降低它的内在价值至零。投资者将会遭受严重的损失，而如果他们曾经研究过公司的报告利润是否反映了其财富的增加，他们将会避免这样的损失。并且，除非投资者开始认识到有些时候真实利润和会计利润是非常的不同，否则，他们将继续犯类似的错误。

5.3　成本包括什么?

从账面价值以外的其他资源获取会计利润的信息，是财务报表分析真正有用的一个重要因素。同时，分析师在决定用什么来代替公认会计原则中的利润定义时，必须要谨慎操作。一旦他们偏离了公认会计原则，分析师就陷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入了一个充满自由观点的市场。在这里，不同的群体提出各具竞争力的观点。

这么多的差异主要取决于一个问题，就是扣除哪些成本来得到关于收益的定义。有些常见的收益定义对财务报表分析中的复杂问题提供了信息，而有些定义却起着掩盖事实的相反作用。许多财务报表的发布者企图利用对于公认会计原则的不满，来鼓励分析师采用他们的收益测量方法，在这种方法下，他们的收益比会计利润或者真实利润要高。

现在我们所选择的收益测量方法中，大部分的原型都是加回折旧的收益。早在 1930 年，一个投资专家就支持投资者忽视基于会计的收益：

> 课本中建议投资者获取考虑了折旧费用影响的收益数据。但是，折旧毕竟是一个纯粹的会计科目，并且可以通过适度地调整折旧，
> 121 从而得到期望的净收益。因此，对于投资者来说，如果可能的话，
> 获取折旧之前的收益看起来会更好，并且，投资者要做出自己的判断来估计折旧，以便得到最为接近的净收益。[①]

可见，该投资专家并没有对折旧和收益计算的相关性提出疑义，而是认为这样计算的主观可操作性太强。[②] 报表的发布者可以利用其自由度，来为可折旧资产设定较短或较长的平均年限，从而很容易提高或降低报告收益。

当公司把财务报表呈现给潜在的投资者时，我们能合理地假设“其期望的净收益”比公司的真实利润要高。因此，必要的调整就是增加折旧，从而减少收益。目前，收益衡量方法认为，正确的分析需要对报告的收益进行调整，该投资专家同意这种观点，但是，他也认为分析师不应该完全忽视折旧。

另一方面，报告收益很低的公司积极支持投资者忽略折旧。这种冒险地违反权责发生制（accrual accounting）的做法，是从私人拥有的房地产领域获取的灵感。在那个领域，管理上市公司的逻辑被颠倒过来了。与利用会计准则的自由度来最大化报告收益不同，房地产的私人拥有者努力将报告收益最小化，从而进一步最小化所得税。因此，当私人投资者购买建筑物（可折旧的资产）和建筑物所在的土地（不可折旧）时，一般的，他们把购买价格中尽可能大的部分归于建筑物。这样的处理能够最大化折旧费用，从而最小化所有者的纳税金额。

假设建筑物每一年的租金收入能抵消房东的付现费用，如维护、维修、财产税和不动产按揭利息。也就是说，如果不考虑非付现折旧费用，所有者实现了盈亏平衡。如果包含折旧，该建筑物则表现出年度亏损，这将降低其所有者应缴纳的所得税。另外，假设几年之后，所有者出售了土地和建筑物。由于随着时间的推移，房地产价值有提升的趋势，所以，在偿还贷款余额之后，投资者得到的现金将高于初始投资额。

---

① John Francis Fowler, Jr., *Introduction to Wall Street: A Practical Guide Book for the Investor or Speculator*. New York: Harper & Brothers Publishers, 1930, p. 76.

② 与现在相比，可能在 1930 年会更加的真实，因为 1933 年的证券管理条例中曾规定，美国大部分上市公司的财务报表都必须经过独立的公共会计师的审计。即便在那时，财务报告的准则仍然是相当宽松的，因为当时联邦政府和会计职业协会正全力解决怎样建立最好准则的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重新回顾一下这个房地产投资者的经历。她出售财产的所得高于她购买时支付的现金，其收益并没有因为在经营过程中的净现金支出而减少，相反，
122 由于非付现的折旧费用所产生的税收节约，使她的财富有所增加。关键在于，和购买建筑物之前相比，投资者变得更加富有了。根据我们的定义，尽管每一年都报告损失，但她实现了真实利润。另外矛盾的一点是，投资者是通过出售资产获取收益。经济学原理表明，一项投资只有在产生利润时才具有价值。进一步说，只有利润增加，价值才能增加。但是，在这个例子中，尽管出现了连续的亏损，财产的价值却提高了。（这个结果让我们想起 1939 年的电影《异国鸳鸯》（*Ninotchka*）中苏联两位官员的观察结论："资本主义的方法……使他们在一次又一次的亏损中积累了数百万。"①）

当然，这些奇怪的事情总会有一个理性的解释。根据税法所计提的资产折旧高估了实际的损耗。建筑物的可使用年限较长，它可能因为税收目的而多次折旧。经济学上的折旧和以税收为基础的折旧之间的差异可以看成是对社会化生产性投资的补贴。另外，它也可以被看做是房地产商影响立法者的证明，这些立法者制定了美国税法（United Stated Tax Code）。

总之，传统的损益表对买卖建筑物的盈利能力进行了歪曲的反映。更为接近事实的做法是完全忽略折旧费用，而集中关注**现金利润**（cash-on-cash profit）。简而言之，就是所有者在拥有建筑物的期间，除通过税收节约产生现金外，投资者在投资之初支付一定金额，在投资结束时获得一个更大的金额。

5.4 对观点的扩展

在一定程度上而言，忽略折旧提高盈利能力，在除房地产以外的其他领域也是适用的。在广播行业，一般公司记录的折旧与摊销都远远超出了资产的物理损耗。例如，当公司购买一台录音机或者电视机时，其价值只占到厂房和设备的很小部分。电台的大部分价值来源于它所具有的利用部分广播频率的特权，这种权利是一种稀缺资源，并且随着时间的发展，将变得更有价值。和房地产案例一样，广播电台在折旧之后可能会表现出持续地亏损，但是，当最后出售电台时，却可以实现可观的利润。所以，不能根据传统的损益表来分析广播电台，对分析师来说，关注广播电台的现金流才是合适的，现金流通常被定义为：

营业收益＋折旧与摊销＋公司管理费用

123 要更为精确地计算广播电台的现金流，在减去前期收购项目的成本摊销的同时，还要减去收购新项目的现金支出，这两者都能在现金流量表中找到。

忽略折旧的分析方法应该谨慎地运用。许多行业的固定资产主要由机器

① Ninotchka: The MGM Library of Film Scripts. New York: Viking Press, 1972, p. 13.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或交通工具组成，其价值确实在使用过程中减少了。此时，可能的错误分析的风险，不是源于报告的折旧费用远远超过了经济学中的折旧，而是恰恰相反。

通过房地产和广播行业的分析类推，任何一个处于资本密集型行业、边际上不盈利的公司都可以宣布它是盈利的。这个策略只是简单地声明分析师不应再考虑折旧。但是，在这种方式下产生的收益，既不是会计利润，也不是真实利润。

5.5 小 结

尽管衡量利润具有重要的意义，但是，企业家却不能对利润给出一个在任何情况下都适用的定义。即使简单的收入减去成本的公式，也会由于基于会计的收入和成本的延伸性而遭遇困难。正如第 6 章和第 7 章所描述的，这些公司业绩的基本衡量方法太过主观，而且，因为采用的是账面价值，业绩也将被歪曲。另外，对房地产和杠杆收购的讨论也表明，可以完全根据公认会计原则来计算净收益，但是，净收益和投资者回报率之间几乎没有联系。

鉴于此，分析师必须谨慎。一方面，他们必须冲破会计上的传统做法，接触经济现实。另一方面，也不能接受廉价资本的寻求者为欺骗他们而伪造的现实。对于那些宣称企业所谓的“成本”仅仅是会计惯例的言论，分析师必须表示怀疑的态度，任何相信这种言论的人都是守旧者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

收入的确认

125 经验表明，即使财务报告经过了审计，接受账面报告收入也是存在风险的。许多公司运用高度激进的实务操作来确认收入，这些操作虽然符合公认会计原则，但是却扭曲了根本的经济实质。有时，不顾一切"提高数字"的管理者还会越过规则的界限，进行欺诈性的收入确认。通常，异常成功的外在表现可能实际上预示着公司将对前期的报告收入向下调整。在维持股票价格的强烈压力下，销售额增长很快的公司滥用会计政策。1997年，Informix冲销了前期收入中很大的一部分，即生动地说明了这些风险的存在。

6.1 Informix 困境的开始

1990—1995年，Informix是表现最好的美国软件股票。[①] 到1997年初，Informix公司被公认为是对甲骨文（Oracle）公司领导地位的最大挑战者，甲骨文公司在创建大型公司数据库的商业领域具有领导地位。Informix甚至在位于甲骨文公司办公大楼附近的州际高速公路旁边的广告牌上嘲笑它的竞争对手，警告驾驶员正在面临"危险转折"（dinosaur crossing）。

然而，在Informix公司诋毁竞争者的同时，其管理层也正面临经营战略

① David Bank, "Informix Reveals More Severe Accounting Errors," *Wall Street Journal*, September 23, 1997, p. B10.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的巨大风险。为了提高它的市场份额，Informix 公司将其市场资源转向了通用服务器（universal server），这是一种可用于存储不同类型数据（如图像和视频）的新型数据库。Informix 公司的战略创新被证明是不成熟的。不仅新产品尚不完善，而且消费者还没有表现出对于多媒体数据库技术（multi-media database technology）的需求。

126 而最为突出的问题是，一些分析师对 Informix 公司的收入确认操作提出了质疑。Informix 公司披露，1996 年大约有 1.7 亿美元的销售额来自计算机制造商和其他经销商，而这些经销商代理的软件还没有出售给终端客户。分析师们开始变得谨慎。而计算机制造商购买软件所牵涉的合同中有大约 5 500万美元和 Informix 公司从计算机制造商那里购买的硬件的价值是相等的。

6.1.1 软件收入的确认

Informix 公司的董事会主席兼首席执行官菲利普·E·怀特（Phillip E. White）宣称，Informix 公司恰当地披露了其销售收入的实务操作，并且与会计准则相一致。一些独立会计专家支持他的声明。但是，所有这些并不意味着 Informix 公司的收入确认政策就是符合公认会计原则规定的唯一可用方法，或者说最好的方法。

对于软件生产商来说，把产品运送给经销商并不一定代表着确定性的销售。与基础工业产品和消费品的“旧经济”制造者一样，软件生产商一般也会发生有缺陷产品的退回。另外，可合理预测部分顾客可能不会全额支付款项。因以上或有事项（contingency）而递延一部分收入相对来说是比较简单的，但是，对于像 Informix 这样的公司来说，其他有关确认的问题便过于依赖经验判断了。在终端用户安装软件，并且对用户进行软件使用的培训之前，销售一直都是不确定的。而且，经销商有一定的回旋余地来退回它们未能销售的产品。在 1997 年初，由于会计行业正在制定准则以解决这些复杂的问题，软件公司在收入确认实务操作中存在很大的差异。批评家认为，Informix 公司收入确认的方法过于乐观了。

6.1.2 情况恶化

Informix 公司的困境随着时间的推移进一步发展。在 1997 年 4 月的愚人节，Informix 公司披露其第一季度的销售额较分析师们的预期低 1 亿美元，即 40%，这个消息震惊了投资者。两天后，Informix 公司公布了本季度 1.401 亿美元的亏损，而 1996 年同期可比数据是 1 590 万美元的利润。销售额与前一年的水平相比下降了 34%，之前是 2.41 亿美元，而目前是 1.337 亿美元。从 3 月 31 日到 4 月 3 日，Informix 公司的股票价格下跌了 41%。

然而，5 月 1 日发生了另外一件令人震惊的事情。公司的首席财务官艾伦·亨里克斯（Alan Henricks）在就职 3 个月之后提出了辞职。对于经验丰富的投资者来说，高管的突然离职正是公司陷入困境的一个信号。虽然这位前任的 Informix 公司管理者称，与 CEO 怀特支持的政策相比，他已经极力推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行了更为保守的会计政策①，但是，当亨里克斯拒绝解释他的离职原因时，投资者还是不能消除疑虑。怀特否认是因为会计政策的差异造成了 CFO 的辞职，而声明是出于未详细说明的个人考虑。

不久之后，怀特自己陷入了管理混乱之中。7 月，在 Informix 公司董事会的压力之下，他先是辞去了 CEO 的职位，然后又辞去了董事会主席职位。同时，Informix 公司没有在最后期限之前申报其第二季度的财务数据，对投资者来说这是另一个典型的危险信号。8 月 7 日延迟公布的季报表明，公司发生了 1.205 亿美元的亏损，其中包括 6 210 万美元的重组成本（restructuring cost）。在这项特殊费用扣除之前，Informix 公司的经营损失是 8 050 万美元，这个数据大于分析师的预期。

重组费用表明关于财务报告的争论正在加剧。为了更正之前不恰当的收入确认，Informix 公司宣布将 1996 年报告的 9.393 亿美元的收入减少 7 000 万美元～1 亿美元。按照新任 CEO 罗伯特·菲诺基亚诺（Robert Finocchio）的说法，公司将一些交易记录在了错误的期间，并且记录了一些没有凭证的交易。他补充说，Informix 公司应该在未来季度确认其中一部分收入，而剩余部分则不应该确认。② Informix 公司通过对过去会计实务的调查发现了 40 起不恰当的收入确认操作，它主要发生在日本、英国、德国、中欧和东欧，还有一些发生在美国。

坏消息仍在继续。9 月 22 日，Informix 公司宣布对 1997 年收入调低的数额高达 2 亿美元，这是之前宣布的最高数额 1 亿美元的两倍。此时，Informix 公司已经下跌的股票价格又下跌了 22%。并且，管理者披露不恰当的确认操作会追溯调整到 1995 年，可能调减高达 5 000 万美元的收入。Informix 公司说，某些情况下，销售代表会签订非正式的单边合同来为经销商提供额外的资金。③ Informix 公司 1997 年的 10-K 表阐述如下：

> 与经销商之间达成的未经授权的和没有披露的合同会产生或有事件，这些合同允许经销商将未销售的软件许可证归还并获取退款，合同也允许扩展支付条款，或者承诺帮助经销商把软件许可证销售给最终客户。因此，这些交易所带来的软件许可证的收入，不应该在产品发送给经销商的时期进行确认，而应该在所有相关的销售限制条件都不存在时进行确认。④

6.1.3 分析师的经验教训

最终，Informix 公司总共下调 1994—1997 年第二季度期间的收入 2.44

---

① Don Clark, "Informix Hurt by Results, Resignation; Accounting, Sales Strategy Play Rose," *Wall Street Journal Europe*, May 5, 1997, p. 12.

② Mark Boslet, "Revenue Recognition Violations behind Informix Restatement," *Dow Jones News Service*, August 7, 1997.

③ Bank, "Informix Reveals," p. B10.

④ Informix Corporation, *Form 10-K: Annual Report for the Fiscal Year Ended December 13, 1997*, Disclosure, p. 110.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元。Informix 公司承认，它在 1994 年高估了 4.0%的收入，在 1995 年高估了 12.9%，在 1996 年高估了 29.1%。这种年复一年的收入高估是一种常见的造假行为。为了获得奖金，经理人员可能会违背诚信的原则。最初，他们想先“借人”少量的未来收入，然后在下一年“归还”，但是他们却一再拖欠。最终，报告收入和经济实际之间的差距变大，以至于不能继续维持。这时，外部分析师的质疑加深，对会计记录的严密审计也会发现虚假的报告信息。

Informix 公司的事件也告诉分析师，即使审计意见表明企业会计处理符合公认会计原则规定，这也不能给财务报告的真实性提供保证。如果高管在其职权范围内利用规则，从而定下了企业的基调，较低层的管理者也会无所畏惧地共同违规。从法律意义上说，自由报告（liberal reporting）和欺诈性报告（fraudulent reporting）是有差异的，但是一个具有前者文化的公司很可能会引发后者的情况发生。

1997 年 10 月，美国注册会计师协会（American Institute of Certified Public Accountants，AICPA）降低了 Informix 这类公司可以自由操作的空间。该会计实体发布的第 97-2 号立场声明书（Statement of Position，SOP）《软件收入的确认》（Software Revenue Recognition），取代了 SOP 91-1，终于解决了特定行业的收入确认问题。SOP 97-2 要求公司在确认来自软件设计的收入时，要对每一个要素分配公允价值，比如软件产品、完善、升级、安装、培训和售后支持。确定每个要素的公允价值时，要基于特定软件销售商的客观证据。随后 AICPA 推迟了 SOP 97-2 的有效执行日期，一直到 1998 年 2 月 SOP 98-4（《SOP 97-2 的修订，特定交易中软件收入的确认》，Modification of SOP 97-2，Software Revenue Recognition with Respect to Certain Transactions）的发布，会计实体才明确“客观证据”的内容。

由于 1998 年 1 月 SOP 97-2 的实施，Informix 公司开始推迟一些许可证收入的确认，而之前，这些收入在软件发送时就会被确认。也就是说，在会计行业提出处理软件行业复杂情况的规则之前，公司在记录收入时有很大的自由度。Informix 公司在 1998 年之前的财务报告只是满足了公认会计原则的
129 最低要求，投资者不能为其所蒙蔽。

回顾过去也可以发现，独立审计师安永（Ernst & Young）对 Informix 公司报表的认证，也没有给投资者提供收入数据的合理保证。1997 年，随着前期公司财务报表的可靠性受到越来越多的质疑，Informix 公司感到有义务雇用第二个会计师事务所来给董事会提供咨询意见。同时，Informix 公司和安永成为股东集体诉讼的目标。原告宣称，Informix 公司的管理者夸大了收入，他们声称已经销售了软件，但只是把软件暂时运送给经销商，而后软件被退回。股东声称，在这些虚假销售额的作用下，管理者提高了 Informix 公司的股票价格，从而有利于他们个人股票的出售。1999 年 5 月，安永同意支付总诉讼和解 1.42 亿美元中属于它的那一部分——3 400 万美元。审计师认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，在类似情况下，被告一般都会这么做以避免昂贵的诉讼费用。[1]

当安永接受它在这件事情中的责任所造成的财务后果时，Informix 公司已经更换了新的审计师。Informix 公司解雇了安永，但是，公司董事会并没有因为签署 1994—1997 年的收入数据而批评公司，后来的事实证明这些数据被夸大了。但是，董事会确实提到，1998 年第一季度，Informix 公司与安永在收入确认问题上存在着争议，这些收入是从工业制造商那里取得的。简而言之，它们之间的争议刚好发生在不恰当的销售额记录被发现之前，也刚好在实施新的管理层控制之前。按照 Informix 公司的说法，公司按照安永的要求延迟了大约 620 万美元的收入确认，并且又一次进行了财务数据的重述。而安永回应说，Informix 公司的声明是不完整的。在安永被解雇之前，它已经通知董事会的审计委员会（audit committee），由于在 Informix 公司的财务报告部门缺少必须的资源，这给收集及时性披露所需的准确信息带来了困难。按照安永的观点，这是一个重大缺陷。[2]

对于外部分析师来说，安永因为所谓的懈怠而被股东起诉后，在 1998 年，它和 Informix 公司在实施严格的准则方面好像陷入了冲突。相对于高级管理层的变更和 1997 年延迟申报财务报表来说，Informix 公司审计师的解雇对于分析师来说是一种更加典型的警惕信息。在 1997—1998 年之间发生的事
130 件，强调了一个关于收入确认的重要观点：即使一个独立的会计师事务所证明某公司财务数据的记录和公认会计原则保持一致，分析师也必须警惕这些数据可能歪曲了经济实质。

6.2 识别信号

通过对 Informix 公司激进的收入确认的研究，聪明的分析师至少应该提炼出这样一条有价值的经验：即使审计师对数据提供保证，分析师也应该对错误的或欺诈性的报告的证据保持警惕。但是，分析师到底应该获得什么类型的证据呢？

答案因具体情况而异。但是，总体而言，扭曲财务报表的某一部分会造成其他部分的数据不正常。至少，坚持不懈地跟踪研究公司的财务比率应该能够发现关于公司报告的严重问题。为了说明这一点，我们来看一下计算机软件行业的另一个案例。

智能库公司（Knowledge Ware）的首席执行官是职业橄榄球名人堂（Pro Football Hall of Fame）中的四分位球员弗兰·塔肯顿（Fran Tarkenton）。1978 年他从国家橄榄球联盟（National Football League）退役后，这位传球

---

① Michael Schroeder, "Informix Settles Allegations by SEC of Accounting Fraud Tied to Deficits," *Wall Street Journal*, January 12, 2000, p. B6.

② Informix Corporation, *Form 10-K: Annual Report for the Fiscal Year Ended December 13, 1999*, Disclosure, p. 58.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

触地得分和码数罚球的一次性纪录保持者创建了塔肯顿软件公司（Tarkenton Software），而在 1986 年，该公司和智能库公司合并。公司专门从事客户机/服务器开发工具（client-server development tools），这是一种为互联网的个人计算机设计程序的软件，公司逐渐被认为是行业内冉冉升起的新星。但是，在 20 世纪 90 年代初，智能库公司在实施新的技术方面落后于其竞争对手①，并且通过一系列的收购进行了过度的扩张。② 由于公司新产品的发布没有成功，智能库公司开始报告损失，并且在 1994 年 7 月解雇了四分之一的员工。由于公司经营活动是负的现金流，某位行业分析师说③，智能库公司“好像濒临资金耗尽”。

当时，那位在职业橄榄球生涯中作为领先者而闻名的塔肯顿，成功地将智能库公司从极其窘迫的境地拉了出来。1994 年 8 月 1 日，公司宣布同意斯特灵软件公司（Sterling Software）的收购协议。斯特灵公司是电子商务和系统软件领域的领先者，其以 0.289 3 股普通股交换智能库公司的 1 股股票，总的收购对价大约是 1.43 亿美元。

然而，事实证明，智能库公司财富的反弹是不能长久的。在与斯特灵公司签订协议的一个月内，智能库公司宣布其 1994 年 6 月 30 日截止的财务年
131 度的亏损为 1 900 万美元。除了第四季度记录的 1 540 万美元的赤字外，智能库公司重新公布了公司前 9 个月的收益。之前公布的 446 万美元的盈利转变为 360 万美元的亏损，一天之内，公司的股票价格下跌了 45%。

智能库公司的新困境产生于 1994 年实施的某项决策。为了提高收入，公司通过与经销商的协议来销售产品。而几乎在同一时间，智能库公司在收回经销商的应收账款上开始面临困难。在重新公布业绩时，智能库公司称，它将某些销售已经记录为收入，但是这些销售额实际上并没有收回。

起初，财务报告问题的披露可能影响斯特灵公司的收购。④ 最后斯特灵公司同意按照修订的条款继续进行收购。斯特灵公司并没有为智能库公司的每股股票支付 0.289 3 股公司股票，而是将出价降到了 0.165 3 股。并且，斯特灵公司宣布暂时只收购 80%的智能库公司股票。剩余收购价格的 20%将作为合同的附件，以防范智能库公司的股东进行诉讼。

虽然弗兰·塔肯顿成功地使修改后的条款获得了通过，但是，股东大会却是艰难曲折。事实证明，斯特灵公司对于可能发生诉讼的担心并不是没有根据的。原告宣称，管理层通过歪曲公司的财务情况，夸大了智能库公司的股票价格。股东的代理律师向弗兰·塔肯顿询问斯特灵公司方案的优点，但

① Tom Steinert-Threlkeld, "KnowledgeWare Stock Decline Imperils Sale to Sterling," *The Dallas Morning News*, August 2, 1994, p. 1D.

② Melinda-Carol Ballou, "Sterling Attempts KnowledgeWare Rescue," *Computerworld*, August 8, 1994, p. 32.

③ Alison Eastwood, "KnowledgeWare Acquisition Could Benefit Canadian User Base; Company to Be Bought by Sterling Software, Inc.," *Computing Canada*, August 17, 1994, p. 1.

④ Mary Welch, "KnowledgeWare Retires; Sterling Reduces Offer for Struggling Software Business," *Adversting Age*, September 26, 1994, p. 28.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，这位狡猾的前四分位球员拒绝回答这个问题。[①] 他的硬手腕策略成功了。赞成的股东投票决定来消除这个合并的最后障碍。按照协议的条款，弗兰·塔肯顿在斯特灵公司的董事会中获得了席位，并且取得了3年期的咨询合同，按照合同每年将获得30万美元的咨询费。

尽管弗兰·塔肯顿很精明，但是他并没有成功地从这件事情中全身而退。1999年，由于策划夸大智能库公司在1993年和1994年的收入和利润，证券交易委员会对其提出控告。根据证券交易委员会的申诉，智能库公司告诉经销商可以在软件销售之后才支付款项，而公司在这种情况下仍然确认了销售收入。证券交易委员会认为，智能库公司的目的是为了使投资者相信，智能库公司正从1992年的经营亏损中恢复过来。[②]

弗兰·塔肯顿支付了10万美元的民事罚款以平息证券交易委员会的控告，并被迫吐出了在此期间收到的奖金及利息，这笔奖金是由于夸大54 187
132 美元的利润而收到的。他的律师匆忙澄清说，他的当事人既没有承认也没有否认这次控告，并且"乐意将这件事情抛到脑后"。按照财务报告丑闻（financial reporting scandal）参与者的一贯做法，律师继续补充说，"这些有疑问的事情都发生在五六年前，正是塔肯顿先生在智能库公司的任职期间，但是，他已经转向其他商业领域很久了。"[③]

为了保持公允性，当应收账款的问题被发现时，智能库公司便调整了财务报告的实务操作。公司改变了确认收入的方法，从而使得报告的结果和经销商计划中的收款情况保持一致。按照新的、更加保守的政策，智能库公司仅在收到付款时，才能确认从经销商那里获得的软件许可证收入。但是，只要有具体的信用信息作为预测应收账款可收回程度的基础，当公司把产品直接销售给最终用户时，仍然可以在发货时记录销售额。

然而，这种事后的修正，并没有给投资者太大帮助，因为他们是以原始的报告利润作为基础来评估智能库公司价值的。在披露的信息损害智能库公司的股票价格之前，分析师不得不依靠自己的策略来确定公司发生报告收益重述的可能性，看起来至少有一部分分析师是这么做的。在智能库公司公布与斯特灵公司交易的时间前后，据报道，一些分析师担心不严谨的收入确认方法可能会导致以后调低账面价值。[④] 他们可能是通过仔细地研究基本的财务比率，从而得出以上推测的。

表6—1表明，从智能库公司宣布它的经销商计划开始，公司的收入和应收账款就开始不同步了。在1994年会计年度的第一季度（截至1993年9月30日），和前一季度相比，收入降低了15.5%，但是应收账款却上升了
133 0.5%。在本期10-Q表中的管理者讨论及分析部分表明，按照应收账款周转

① Bill Husted, "KnowledgeWare Okays Merger with Sterling," *Atlanta Constitution*, December 1, 1994, sec. F, P. 3.

② Floyd Norris, "SEC Changes 68 Companies and Individuals with Accounting Fraud," *New York Times*, September 29, 1999, p. C2.

③ Liz Skinner, "Former NFL Star Tarkenton among 68 Charged by SEC," *Bloomberg News*, September 28, 1999.

④ Steinert-Threlkeld, "KnowledgeWare Stock Decline," p. 1D.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天数（days sales outstanding，DSO），应收账款的收回从 83 天上升到 98 天。随着第二季度 DOS 增加到 100 天，然后在第三季度激增至 117 天，恶化的趋势在继续，这时，与几乎保持不变的收入相比，应收账款增加了 21.1%。到第三季度末（1994 年 3 月 31 日），与前一会计年度末相比，虽然收入出现了小幅下降，但是，应收账款大概增加了三分之一。

表 6—1 **智能库公司的收入和应收账款** 单位：百万美元

	季度末			
	1993 年		1994 年	
	6 月 30 日	9 月 30 日	12 月 31 日	3 月 31 日
收入	$ 40 426	$ 34 144	$ 38 178	$ 38 928
应用账款	36 894	37 084	41 506	50 252
周转天数*	83	98	100	117

注：* As reported by company.

资料来源：Knowledge Ware Forms 10Q and 10K.

对于经验丰富的财务分析师来说，从 1994 年会计年度的第一季度来看，收入和应收账款分离的趋势是令人担忧的。然而，管理者对这种现象的讨论和分析却很简单。1993 年 9 月 30 日公布的 MD&A 中“流动性和资本来源”部分对这些数据进行了阐释，但仅仅提供了正面的信息。称该季度总的应收账款中付款期限超过 90 天的比例从 25.0%下降到了 21.7%。这种变化意味着智能库公司和以前相比，能够更快地将资产转换成现金，从而提高了公司的流动性。从表面上看，智能库公司的应收账款的质量正在提高，可能抵消了投资者对于其应收账款数量增加的担心。在截至 1993 年 12 月 31 日的季度，智能库公司自豪地宣布，其应收账款中期限超过 90 天的比例进一步下降至 10.4%。

按照智能库公司的 10-Q 表，在截至 1994 年 3 月 31 日的那个季度，这个比例又一次下降到了 9.4%。然而，令人奇怪的是，智能库公司表示，在 1993 年 6 月 30 日，超过 90 天的应收账款比例是 17.8%，而不是之前公布的 25.0%。管理层没有解释这个差异，甚至没有提醒人们对其引起注意。分析师只能通过将最新的 10-Q 表和前期的表进行比较来发现这个重述的数据。

1994 年 3 月 31 日，智能库公司的报告中还包括一些全新的披露：

- 公司除了有 9.4%的应收账款支付条款超过 90 天之外，另外有 16%的应收账款与政府拨款相关，这一部分账款的收回很有可能超过 90 天。美国政府机构一般来说付款比较慢，但是，其在智能库公司业务中的占比却在增加。
- 尽管公司超过 90 天的应收账款相对有所下降，但是，“扩展支付条款”（没有明确定义）的交易数量正在增加。
- 截至 1994 年 3 月 31 日的 3 个月中，非政府市场中的经销商为公司创造了大约 6.2%的收入。据智能库公司称，大部分的经销商没有很好地进行融资，因此相比公司的最终客户来说，它们具有更大的信用风险。智能库公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

134 给经销商提供超过 90 天的支付条款，使得与经销商的交易中固有的信用风险复杂化了。管理层希望宽松的支付条款能够吸引经销商，从而来扩大、增加或者加速收入增长。

● 1994 年 3 月 31 日，智能库公司有 310 万美元的应收账款（占总应收账款净额的 6%）超过了 90 天或更长时间的支付期限。

总的来说，1994 年 8 月 30 日，智能库公司发布的这则与应收账款相关的信息，可以通过对智能库公司第一财务季度发布的 10-Q 表中收入和应收账款的简单比较来进行解释，而早在 1993 年 11 月 2 日证券交易委员会就收到了智能库公司的 10-Q 表。智能库公司通过强调其支付条款超过 90 天的应收账款的比例的下降，从而降低了应收账款和收入相分离这个危险信号的影响。但是，在接下来的两个季度中，收回应收账款的平均天数继续提高。在第三财务季度的报告中，智能库公司突然开始披露更多的关于其应收账款的并不乐观的细节。饱受打击的财务报表分析师可能会猜测，管理层的逐步坦白只是外部压力的产物。之前，智能库公司公布其 1993 年会计年度末超过 90 天的应收账款所占的比例发生了变化，但是，公司并没有对此进行解释，对于注意到这种情况的人来说，他们感觉智能库公司将在劫难逃。在 1994 年 5 月中旬，即智能库公司报表重述的 3 个多月前，智能库公司报告的收入已经被高度怀疑了。即使在国家美式橄榄球联盟中的辉煌时期，伟大的弗兰・塔肯顿也没有从其对手的行动中获得如此多的教训。

6.2.1 收入和现金之间的差异

同样，计算机制造商的财务报表在收入确认领域也会表现出潜在的问题。1993 年 10 月，在肯德尔方块研究公司（Kendall Square Research）拟修改之前的报告收益时，一家以财务报表报警器著称的研究服务机构发出警告说，这家公司确认收入的时间太早。

肯德尔方块公司于 1992 年 3 月上市，之后，公司公布其上市之后前 6 个季度的收入是 4 540 万美元。洛伦・凯洛格（Loren Kellogg）——财务报表报警器的联合发行人，将这家公司的损益表和现金流量表中的数字进行了比较。在同样的 18 个月中，肯德尔方块公司“从顾客那里收到的现金”仅仅是
135 2 570万美元。凯洛格以这两个数据之间的差异 1 970 万美元来证明肯德尔方块公司记录的销售额中很大的一部分是可疑的。

事实证明，这个警告是有先见之明的。凯洛格的分析在《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）发表后不到一个月，肯德尔方块公司披露，其 1993 年第三季度的收入将“大大低于”证券分析师的预期。和之前 11 美分的每股收益（与跟踪预测公司 Zacks 投资研究机构的数据一致）不同，肯德尔方块公司称，其将会报告亏损。另外，肯德尔方块公司延迟了公司第三季度收益的公布，并且宣布其高级副总裁兼会计师提出了辞职，这位管理者仅仅在一个月之前才加入公司。所有这些情况正是肯德尔方块公司面临严重问题的典型信号。

有关收入确认的争论是肯德尔方块公司所处困境的核心问题。肯德尔方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

块公司暗示，虽然其第三季度的发货量"大致和预期保持一致"，但是，对于如何从发货中确认恰当数量的收入，却存在着一些问题。所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）的分析师杰弗里·卡宁（Jeffry Canin）推测了肯德尔方块公司内部可能存在分歧的地方。他推测，对于那些同意进一步升级来使用肯德尔下一代计算机的顾客来说，肯德尔方块公司可能会给予折扣，但是，一些管理者可能反对把这种情况作为收入的减少。史密斯·巴尼·希尔森公司（Smith Barney Shearson）的分析师巴里·博萨克（Barry Bosak）提出了一种可能性，他认为肯德尔方块公司由于依赖于大学销售而受到损害。而这些机构中的很大一部分依靠不断减少的政府拨款，因而，事实上它们并没有能力来支付款项。实际上，一些评论者暗示，肯德尔方块公司向教育机构提供了研究资助，以此来作为订单的交换，但是，管理层否认了这项费用。

无论如何，由于审计机构普华永道（Price Waterhouse）对肯德尔方块公司1992年的财务报表撤销了清洁意见，肯德尔方块公司的困境将会继续。管理层披露，最初公布的本年2 050万美元的销售额中包含了420万美元"没有恰当确认"的收入。肯德尔方块公司还补充说，1993年上半年未经审计的数据可能也需要重述。

紧接着这些宣告之后，肯德尔方块公司先是降低，随后解雇了公司的总裁、首席财务官和技术产品组的领导。肯德尔方块公司的代理首席执行官宣布，此后，肯德尔方块公司将集中于按照订单来生产计算机，而不是根据预期订单来生产产品。这个改革可能会减少由于收入确认而产生的问题，但是，到肯德尔方块公司进行改革的时候，对于财务报表的使用者来说，损失已经是实质性的。在7月中旬，肯德尔方块公司的股票价格已经从3个月之前的最高峰下跌了大概70%。①

6.3 在分期付款的销售中误入歧途

136 2000年8月9日，沃尔玛公司公布其截止到7月31日的第二财务季度的净利润同比增加了28%，每股收益（稀释后）为0.36美元，上升了29%。销售额也很正常地提高了20%，开业超过一年的沃尔玛商店数增加了5%。

鉴于以上结果，某分析师称之为"非常良好的一个季度"，该折扣连锁店的股票价格预期将要上涨。至少，如果沃尔玛公司每股收益的增加和华尔街分析师的预测保持一致，投资者预期股价将保持稳定，这些预测数据由汤姆

---

① 关于Kendall Square公司的收入确认争议的讨论来自以下文章：Dorfman, John R., and William M. Bulkeley, "Supercomputer Maker Kendall Square's Effort to Crack Business Marker Has Some Skeptics," *Wall Street Journal*, (October 11, 1993), p. C2; Gallese, Liz Roman, "Kendall Square Fires Founder Burkhardt, Two Demoted Executives," *Bloomberg News* (October 26, 1993); "Kendall Square Closes Down 32%," *Bloomberg Business News* (October 29, 1993); Zielenziger, David, "Kendall Square Drops 21% after Auditors Withdraw Backing," *Bloomberg News* (November 29, 1993).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

森财务公司发布。然而，事实上沃尔玛公司的股票却下跌了 4.375 美元，股价降至 53.125 美元。这个数据表明公司股价在一天之内下降了 8%，而在同一天，道琼斯工业指数仅出现了小幅的变动（下降了 0.6%）。

《华尔街日报》[①] 和彭博新闻社（Bloomberg）[②] 都把沃尔玛公司股价的意外下降和会计政策的变化相联系，会计政策的变化还将预期减少下一（第三）季度的收益。该零售商的管理层建议分析师将 8～10 月期间每股收益的预测降低 1.5～2 美分，来反映公司对于分期付款销售额会计政策的变化。在这类交易中，顾客支付首款来预定商品，然后在一个具体的期限内支付剩余的款项，当顾客支付完全额之后收到商品。在会计操作变化之前，按照 FAS 第 101 条的强制性规定，沃尔玛公司在把商品作为分期付款商品时，就记录了分期付款的销售额。而按照新的、更加谨慎的方法，只有当公司的顾客支付了所需的全部款项，并且拥有了商品所有权时，公司才能确认销售额。

按照一位分析师的说法，沃尔玛公司的股票价格下跌 8%表明了“某种程度上的过度反应”。实际上，股票价格的下降完全是一种过度反应。会计政策的变化既没有改变零售商最终收到的现金数量，也没有改变它收到的时间。因此，沃尔玛公司收入确认政策的变化并没有使公司遭受货币时间价值上的损失，以免有些人继续错误地将经济上的差异归因于收入确认的时间。沃尔玛公司解释说，第三财务季度中报告收益的小幅减少将会在第四季度得到弥补。除此之外，管理层在 9 月 8 日的电话会议之前，就已经宣布了会计政策的变更。

一位机构投资组合经理道出了事情的本质，他说，市场对于这种假设信
137 息的反应“比其他任何信息都令人感到迷惑”。从表面看，新闻报道表明，投资者根据过时的、不相关的“信息”给出了股价下跌的估价。不然，投资者可能确有其他的理由来降低股票价格。一方面，和前一季度的水平相比，截至 7 月 31 日的 3 个月中，商店的客流量下降了。另外，德国的经营表现出了比管理层所预测的更大的损失。如果这些是沃尔玛公司股票下滑的真正原因，那么，《华尔街日报》和彭博新闻社就错误地把证券的下跌归因于会计政策的变化，它们错误地认为股票的下跌并不是真正的经济上的影响。无论是哪一种原因，都存在着迷惑：唯一的问题是投资者被迷惑了，还是记者被迷惑了。

6.4 确认会员费

美国倍力健身公司（Bally Total Fitness）是关于收入确认的另一个案例，其说明收入确认问题可能会使市场对于看起来还比较乐观的收益信息作出不理想的反应。1998 年 7 月 30 日，这个健身连锁俱乐部公布了其稀释后的

① Chip Cummins, “Wal-Mart's Net Income Increases 28%, but Accounting Change Worries Investors,” *Wall Street Journal*, August 10, 2000, p. A6.

② Heather Landy, “Wal-Mart 2^{nd}-Quarter Net to Miss Forecasts,” *Bloomberg*, August 9, 2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股收益是 0.08 美元，相比一年前的 0.59 美元的亏损有了很大提高。根据《华尔街日报》[①] 的报道，提高的利润"出人意料地令人鼓舞"。他们认为，倍力健身公司新开的更大规模的俱乐部成功地支撑了全局的业绩。然而，在公布收益后的一个月内，倍力健身公司的股票价格却下跌了 44%。而同一时期，道琼斯工业指数仅下降了 16%，没有倍力健身公司的情况严重。另外，紧接着倍力健身公司的报告，卖空预期（代表股票价格将会下降的预期）占据了所有流通股股票的 15%。而在 1998 年第一季度，倍力健身公司股票的**卖空比例**（short interest ratio）一直在 3%～5%的范围内波动。

投资者并不愿意按照账面价值来接受倍力健身公司的收益增长，因为公司的增长依赖于它收取的会员费，并不是通过销售来获取现金的。倍力健身公司收取的初始会员费为 36 个月总共 600～1 400 美元，按照 16%～18%的年利息率计息[②]（目前的会员费仅占净收入的 27.9%，1998 年，大概 90%的会员平均每月仅支付 7 美元）。总的来说，倍力健身公司报告的利润率的增长得益于收取的会员费占总收入比例的增加。但是，报告收益还取决于公司对最终不能按期支付款项的顾客比例的假设。

即使在最好的情况下，尽管支付了初始会费，健身俱乐部的新会员中还会有很大一部分放弃会员资格。正如纽约大学（New York University）的会计学教授保罗·布朗（Paul Brown）所提到的，"失去健身俱乐部的会员资格，并没有给人带来多大的损失。我们所讨论的不是健身计划，或者是我们需要用来作为交通工具的轿车。"[③]

138

虽然倍力健身公司与良好的会计实务操作保持一致，预提了不能收回的会费数额。但是，具体预提多少要求公司对新会员的信用质量进行判断。由于并不是所有的会费都来自于公司的新会员，所以，管理层还是有一些经验可以作为推断的基础。另外，最近几年，倍力健身公司成功地增加了电子资金转账（electronic funds transfer）支付方式。相比有些会员每月通过账单来支付会费，采用信用卡或者银行账户自动转账支付的回款比例要更高。不过，过度依赖于那些需要借钱来加入俱乐部的顾客，公司是存在风险的。和其他销售一样，过度地追求发展新业务会导致公司接受更多的处于信用边缘的顾客。一般来说，和较早拥有会员资格的顾客相比，新加入的会员财务能力通常较弱，而且对于健身的忠诚度较低。如果比管理者预测的数量更多的会员不能支付款项，倍力健身公司可能会事后认识到公司在确认收入方面过于自信了，公司必须调整之前报告的收入。

倍力健身公司 1998 年第二季度的收益并不可信，但财务报表的使用者并没有对倍力健身公司的管理层恶言相向。因此，对于这样一家以前在收入确认操作上存在问题的服务行业公司，报表使用者在估值时会变得更加谨慎，

① Linda Sandler, "Bally Total Fitness's Accounting Procedures Are Getting Some Skeptical Investors Exercised," *Wall Street Journal*, August 26, 1998, p. C2.

② Eric Matejevich, "Bally Total Fitness: Flexing Its Muscles; Buy Reiterated," *Merrill Lynch HYLights*, September 2, 1999, pp. 18-24.

③ Sandler, "Bally," p. C2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一点是可以理解的。在《华尔街日报》的评论文章发表后，一些分析师支持倍力健身公司的观点，他们强调，按照证券交易委员会工作人员的要求，倍力健身公司于 1997 年 7 月已经采用了更为保守的实务操作。之前，在倍力健身公司出售会员资格的时候，公司全部确认了初始的会员费。健身俱乐部的经营者会滥用这种方法，他们会运用高压策略来确认个人会员费，而这些会员很可能不能坚持付款。依赖财务报表的外部投资者发现了收入的增长，但是，这种收入是不能持续的。按照新的会计处理方法，倍力健身公司将其初始的会费收入，在预期的会员期内进行分摊——现金销售在 36 个月内分摊，融资销售在 22 个月内分摊。

证券交易委员会敦促倍力健身公司分摊其会员费，是希望将这项准则延伸到健身俱乐部之外的行业。配比原则（matching principle）并没有发生变化。在健身俱乐部的案例中，会员的预付费用代表的是他们在会员期内享受
139 服务所应支付的款项。因此，俱乐部经营者应该在提供服务的期间来确认收入。20 世纪 90 年代末，基础的理论并没有变化，而一些公司对该项准则的理解却非常不严谨，为此，证券交易委员会加强了对会员费的关注。而会员俱乐部是被严格调查的行业之一。在这种经营方式下，消费者为获得在折扣店购物的特权，就必须预先支付费用。

1998 年 10 月 19 日，比吉批发俱乐部（BJ's Wholesale Club）从即刻确认年度会员费变更为在整个会员期内确认会费，期限一般是 12 个月。为了和会计政策的变化保持一致，比吉俱乐部重述了截至 8 月 1 日的前半个会计年度的净利润为 1 040 万美元，这与之前公布的 2 860 万美元的收益相比，下降了 64%。这次重述反映了由于会计政策变更对之前年度的累积影响所带来的一次性调整，并且，由于比吉俱乐部对新开张商店的开办费用的确认转变为更加严谨的会计政策，从而产生了 110 万美元的税后费用。

而就在这些事情发生的一个半月之前，比吉俱乐部发布了一则公告，宣称公司即时确认年度会员费的操作是和公认会计原则一致的。① 管理层也认为不需要递延确认，因为其会员仅在加入后 90 天内具有取消会员资格、接受退款的权利。实际上，只有 0.5%的会员要求退款。另外，和美国倍力健身公司的情况不同的是，会员费只占比吉俱乐部收入的很小一部分，俱乐部收入的 98%来源于商品销售。

然而，按照公认会计原则，一般要求在整个会员期内分摊会员费。如果公司给予了消费者退款的权利，那么，公司在退款期到期之前，不能确认任何收入，除非有足够长的时间使管理层有合理的证据来预测未来的发展。很有可能是由于比吉俱乐部的相关退款记录，使得该俱乐部能在会员加入当天就确认会员费。但是，在任何情况下，公司在整个会员期内分摊会员费都是

① "BJ's Wholesale Club, Inc. Says Membership Income Accounting Complies with All Applicable Standards," *Business Wire*, September 3, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须的。①

1999 年 12 月，证券交易委员会发布了《会计业务公报第 101 号——财务报表中的收入确认》（Staff Accounting Bulletin No. 101-Revenue Recognition in Financial Statement，SAB 101）。证券交易委员会提出，公司在退款权失效之前，不能记录会员费。MemberWorks 是一家会员制企业，其在保健、个人理财和旅游等领域内为会员提供服务和折扣。该公司按照 SAB101 变更了会计政策，SAB101 的生效时间是 2000 年 7 月 1 日。由此，该公司发生了一笔一次性的非付现费用（non-cash charge）2 570 万美元，反映了对之前确认会员费的递延。②

6.5 其他不严谨的收入确认技巧

140 在加强实施 SAB101 中收入确认准则的同时，证券交易委员会也叫停了其他一些过于激进的收入确认方法。Professional Detailing 公司是一家给制药公司招聘和管理销售人员的公司，其不得不停止在收入确认中包含为顾客投放求职招聘广告而收到补偿款。在一个月之内，该公司的股票价格下降了 31%。Physician & Hospital Systems & Services 是国家数据公司（National Data Corporation）的一个部门，该公司放弃了长久以来的收入确认政策。公司收入来源于公司提供的后台办公信息系统服务，其不是在完成工作之前记录收入，而是在寄出账单之前进行记录。国家数据公司终止了这种会计操作，并且提取了 1 380 万美元的一次性费用来调整之前被高估的收入。美国第一财务公司（First American Financial）开始在贷款期限内分摊贷款业务的收入，而不是进行即时记录，从而使收入符合配比原则，为此，公司累计提取了 5 560万美元的费用。③

6.5.1 完工百分比法（percentage-of-completion method）

在某些情况下，涉及长期合同的公司，可以在给顾客开出账单之前确认收入。这种做法产生于公认会计原则对于不配比现象的解决方式，建筑公司经常会发生这种不配比的现象。许多服务公司、国防承包商和资本性商品制造商也遇到了同样的会计问题。

一般来说，公司同意在合同期限内，按照分期付款的方式给顾客开出账单，账单可能会滞后于公司为履行义务而发生的费用。如果不采取措施来纠

---

① Elizabeth MacDonald, Laura Hohannes, and Emily Nelson, "Discount-Club Retailers Shift Accounting," *Wall Street Journal*, October 28, 1998, p. B4.

② "MemberWorks Reports Record Fiscal 2000 Fourth Quarter Financial Results," *Business Wire*, July 28, 2000.

③ Elizabeth MacDonald, "Are Those Revenues For Real?" *Forbes*, May 29, 2000, pp. 108-110. 作者认为是贝尔斯登公司（Bear Stearns & Co.）的功劳，其指出有 120 家公司宣布已经改变或者将在最近几个月内即将改变收入确认政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正这种不匹配的现象，在合同的初期，报告的利润会被不恰当地低估，而在合同后期，则会被高估。

公认会计原则通过完工百分比法解决了这个问题。这种方法允许公司按照已经完成的工作量的比例来确认收入，而不是按照公司发出账单的时间来确认收入。完工百分比法能够解决不匹配的问题，但是也可能带来一定程度的主观性。当公司需要为遇到的特定问题寻找专门的解决方法时，尤其会发生上述问题。比如，当工作不能简单地按照工程标准来进行测量时，管理层形成的假设可能会加速合同收入的确认。管理层的假设是不严谨的，但是对于审计师来说，又很难有客观的理由来否定这种假设。与人为地加速收入确认的情况类似，不严谨地利用完工百分比法也会把未来的收入转移到现在，从而会不可避免地带来未来某个时间收入的大幅下降。

141 ### 6.5.2 超越界限

在前述案例中，监管层只是批评公司的收入确认政策及对未来前景的描绘过于美好，而在其他一些情况下，管理层则会被指控歪曲了事实。例如，在 1996 年，证券交易委员会声称，计算机制造商 Sequois System 及其 4 位前任管理者参与了一个“欺诈计划”，该计划的目的是虚增公司的收入和利润。根据地处华盛顿的美国联邦地方法院（U. S. District Court）的申诉文件，该公司前任主席及其 4 位管理者将合同意向书（letters of intent）记录为收入，还追溯了一些订购单，并且给予了顾客特殊条款，但 Sequois 从没有披露过这些条款。另外，证券交易委员会指出，管理者在公司财务问题凸显之前出售了股票，从而使他们自己从中获益。公司及其前任管理者解决了证券交易委员会的民事控告，但既没有承认也没有否认该项指控。[①]

6.5.3 扩展销售渠道（loading the distribution channels）

制造业公司夸大短期收入的一种常用技术是“扩展”销售渠道。扩展包括劝诱经销商或者零售商接受超过其近期内的预期销售量的商品，这会使公司客户的存货暂时膨胀，而必须在以后期限内减少采购量以售出多余的存货。通过扩展销售渠道，制造业公司会报告更高的本期销售额。但是，显然这种获利将来必然会被较低的报告收入所抵消。扩展并没有提高实际的销售量，仅仅改变了报告收入所确认的时间。

只要制造商给予折扣，经销商可能会同意接受超过实际所需的存货，从而抵消由此所带来的存货成本的增加，由此一来，经济实质被进一步歪曲了。通过这种方法，制造商的真实利润降低了，但是，其收入在近期看起来却比较高。因此，表面上扩展创造了更高的公司价值（基于默认的利润计算方法），而实际上却是贬损了公司价值。

更糟的是，制造商可能会通过年复一年地扩展销售渠道，来试图长期支

① “Sequoia, EX-Officials Settle SEC Charges of Inflating Results,” *Wall Street Journal*, February 17, 1996, p. B6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撑它的收入。而不可避免地，面向消费者的最终销售额的基本趋势是下降的。那时，只有经销商愿意承担相对于销售量来说较高的存货，制造商的报告收入增长的趋势才能得以维持。如果经销商停止这样做，那么，扩展计划将不能实施，从而迫使公司对之前记录的利润进行大额的冲销。

142 6.5.4 穿越眼镜销售的迷雾

根据《商业周刊》(*Business Week*) 的报道[1]，在 1993 年 12 月 13 日的一次特别会议上，博士伦公司 (Bausch & Lomb，B&L) 向它的 32 个独立的隐形眼镜经销商公布了一个新政策。之后，公司面向眼科专家的直接发货量将减少，而通过经销商来经营其更大比例的业务。从表面上判断，经销商好像是 B&L 公司战略改进的最大赢家。随后，镜片部门的领导哈罗德·O·约翰逊 (Harold O. Johnson) 透露了一个对公司来说重要的补偿措施。他说，为了满足增加的需求，经销商将扩大其镜片存货。

B&L 公司的销售代表立即向经销商提供了公司希望经销商购买的产品目录。经销商很沮丧地得知，他们必须要为存货支付持有成本 (carrying cost)，而这相当于其两年的销售额。另外，经销商发现，和 3 个月前相比，B&L 公司的价格提高了 50%多。更过分的是，约翰逊告诉经销商，他们必须在 12 月 24 日之前购买眼镜，因为那时公司要进行本年度的结账。约翰逊补充说，任何拒绝接受配售的公司，将会丧失分销权。到 1994 年 1 月，B&L 公司已经终止了两家拒绝这种新安排的经销商的分销权。

B&L 公司在 1993 年 12 月的这种强势态度，并没有为眼镜经销商带来太多的圣诞喜悦，而对于公司报告收益的短期影响，却像是来自于圣诞老人的礼物。在 1993 年的最后几天里，B&L 公司在其销售渠道中扩大了 2 500 万美元的收入，从而将 1993 年的眼镜销售额提高到了 1.45 亿美元，增长了 20%。当年，这个部门 1 500 万美元收益中的一半，都要归因于经销商存货的强制性增加。

对于外部分析师来说，他们并不清楚第四季度销售额的提高是由于销售渠道的扩大，而非消费者对于 B&L 公司眼镜的需求增加。据此可以推测，随着经销商不情愿地囤积眼镜，其库存销售比率 (inventory-to-sales ratio) 提高了，这是一个典型的信号，表明它们在某些方面出现了问题。结果，在 1994 年，当 B&L 公司宣布本年度隐形眼镜和太阳镜领域的业绩将会受到“经销商存货偏高”的影响时，投资者被打击得措手不及。1994 年 3 月 31 日，即 B&L 公司披露存货问题之前，一直到该年末，B&L 公司的股票价格下跌了 31.2%，这与同一期间上升 2.0%的道琼斯工业指数相比，是非常糟糕的表现。

对 B&L 公司存货需求增加及转而更加依赖经销商的表面原因是，公司直
143 接面向眼科专家和眼镜零售连锁店的销售削减了。一家小连锁店的管理者称，1994 年初，他能够按照经销商报价的 75%直接从 B&L 公司购买某一型号的

---

① Mark Maremont, “Numbers Game at Bausch & Lomb?” *Business Week*, December 19, 1994, pp. 108 - 110.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

眼镜。许多经销商发现，B&L公司新战略实施后，其销售额提高了，但是提高有限。

即使经销商称，由于之前9月份的促销活动，它们的存货已经很高了，而B&L公司却坚持要求经销商在1993年12月24日之前发出新订单，对于B&L公司的这种要求，一家经销商的隐形眼镜市场经理说："这只是公司想提高相关数字的一个明显意图。"对于眼镜销售的主管约翰逊来说，他会非常期待销售目标的实现。根据公司的委托声明书（proxy statement），由于"大大超出"公司的目标业绩，1993年，除了获得27.5万美元的工资外，约翰逊还收到了64%的奖金（之后，B&L公司拒绝讨论有关约翰逊薪酬的问题，但是，B&L公司宣称，年末的销售额增长仅仅占隐形眼镜管理者所获取奖金的"一小部分"）。

《商业周刊》（*Business Week*）认为，除了给出消费者对隐形眼镜的需求过于旺盛的印象之外，B&L公司还不恰当地确认了扩充销售渠道所产生的收入。除非商品所有权的风险从卖方转移到了买方，否则，公认会计原则禁止销售收入的确认。然而，根据《商业周刊》报道，1993年年末之前，B&L公司扩大销售渠道所确认的收入并没有满足该准则：

> 在对B&L公司的超过12个经销商的采访中，大部分经销商都讲述了一个极其相似的故事：公司管理者承诺，经销商在出售眼镜之前不必支付款项，并且，公司声称，如果这个计划失败，经销商可以就最终付款与公司重新谈判。①

B&L公司的管理层承认，在新计划的前6个月内，经销商只需为已经售出的商品支付款项。但是，公司管理层坚持说，最后付款的日期是非常明确的，即1994年6月。然而，在1994年10月，B&L公司同意收回1993年12月发货量中接近四分之三的商品，并且对剩余的商品给予折扣。那时，哈罗德·O·约翰逊已经从眼镜部门领导者的位置上退了下来。公司股东提出了集体诉讼，指责B&L公司不真实地夸大了销售额和利润。

B&L公司的事件告诉我们，如果分析师发现了确切的证据能够证明公司的财务报告是不正确的，那么，即使面对来自公司管理层的愤慨和激烈否认，他们也应该坚持己见。B&L公司投资者关系部的副总裁富兰克林·T·杰普
144 森（Franklin T. Jepson）斥责《商业周刊》在1994年12月的报道，他认为这则报道是"无根据的对于博士伦公司声誉和道德的攻击"，并且认为是"编辑和新闻业人员较差判断力的产物"②。他的评论出现在B&L公司的公告中，公告声称，《商业周刊》的文章"错误地断言公司可能不恰当地确认了相关的销售额"，这部分销售额与公司1993年的营销计划有关。公告进一步声明：

- 公司管理者并没有声明，在这项特殊计划中的眼镜销售如果没有售出是可以退回的。

---

① Maremont, "Numbers Game," p. 109.

② "Bausch & Lomb Responds to Article in *Business Week Magazine*," Business Wire, December 9, 1994. 注意，Mark Maremont 关于 Bausch & Lomb 的文章在商业周刊上的发布，好像在1994年12月19日报刊公布之前的几天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 经销商了解这些销售额是最终的和不可撤销的。
- B&L 公司的财务和会计人员，以及公司的独立会计师，坚持认为对收入确认的有关疑问是不当的。

在发布了这个强硬的书面公告之后的一个月，B&L 公司承认，由普华永道会计师事务所及另一家独立的会计师事务所进行的重新审查“发现公司的一些项目被不恰当地记录为销售额”①。根据最新的评论，B&L 公司仍然认为，这些不恰当的收入确认对 1993 年全年的业绩是没有重大影响的，并且，公司认为，其对于隐形眼镜部门的这项特殊的营销创新的会计操作是合适的。同时，B&L 公司注意到，证券交易委员会已经开始调查，而这次调查“显然源于”该项计划。

1995 年 10 月，B&L 公司的董事会任命 4 位独立董事组成了一个委员会，来进行 1994 年的内部审计，该内部审计曾给出公司是清白无辜的论断。3 个月之后，B&L 公司重述了公司 1993 年隐形眼镜和太阳镜业务的业绩。公司下调销售额总计 4 210 万美元。调整收益总额是 1 760 万美元。而在一年之前，B&L 公司曾声称它认为这种错误的影响并不重大。而事实上，与最初公布的 1993 年第四季度 4.791 亿美元的收入和 6 290 万美元的亏损相比，这些数据并非不重要。B&L 公司补充说，1994 年的收入将有相应数额的增加。②

在 B&L 公司披露它的重述报表时，公司主席和首席执行官丹尼尔·吉尔（Daniel Gill）宣布，在他 59 岁时，他将辞去自己的职务。一些观察者把他的这个举动归因于公司表现平平的收益。③ 外部分析师并不能了解导致 1993 年特殊营销计划的内部阴谋，但是，公司隐形眼镜部门的领导和 CEO 的相继辞职，可能使我们合理地推测，高管层确实是在压力之下对数据进行了造假。

145 但是，在内部调查开始的 6 个月后，B&L 公司的外部董事委员会作出了结论，他们认为公司的高管层并不需要为不恰当的会计操作承担责任。委员会并没有发布书面报告，他们认为 1996 年 1 月对于隐形眼镜和太阳镜业务收益的重述是“恰当的”，并且，他们声称公司已经加强了控制程序。委员会的主席威廉·鲍尔德斯顿三世（William Balderston Ⅲ）补充说，他们没有进一步调查的计划。④

外部董事委员会雇用了证券交易委员会前任执行主席加里·林奇（Gary Lynch）来协助调查，从而为它的结论增加了可信度。但是，对于这类调查经验丰富的一些观察者称，如果不知道内部调查所采用的方法和它得出结论的基础，是很难评价内部调查的质量的。拥护股东利益的拉尔夫·惠特沃思（Ralph Whitworth）断言，“投资者不可能因为调查者的声誉而感到安慰。”

① “Bausch & Lomb Announces Results for 1994 Fourth Quarter and Full Year Earnings Impacted by Charge to Write Off Goodwill in Oral Care Business,” *Business Wire*, January 25, 1995.

② Ben Dobbin, “Bausch & Lomb Posts MYM3. 36 Million Loss, Restate Past Earnings,” *Associated Press*, January 24, 1996.

③ Louis Hau, “Bausch & Lomb CEO Resignation Blamed on Poor Earnings,” *Dow Jones News*, December 13, 1995.

④ “Panel at Bausch & Lomb Releases Results of Probe,” *Wall Street Journal*, April 24, 1996, p. B5.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律师埃德温·H·施蒂尔（Edwin H. Stier）也评论说，“很多时候所谓的独立调查实际上是一种积极的鼓吹。”①

无论如何，在1994年12月《商业周刊》的文章发布之后的几个月，B&L公司不断地让步。刚开始，B&L公司称这个杂志“很明显地忽视了它呈现给读者的事实”②。一个月之后，B&L公司又站到了另一个立场，它认为不恰当确认的收入数额并不具有实质性的影响。最后，管理者承认说，不正确的会计操作具有实质性的影响，造成4 210万美元销售额的重述。在财务报告充满矛盾和争论的过程中有着无数的步骤，鉴于此，财务报表的使用者就不应该被公司的公告所胁迫，公司公告曾强烈谴责所谓的不负责任的证券分析师和新闻工作者。

6.5.5 必要情况下提高数据

遭受1993年B&L公司销售渠道扩充恶作剧事件的一位管理者认为，“提高数据”的欲望使眼镜部门抬高了它的报告收入。在这个以业绩为导向的商业世界里，具有雄心壮志的销售人员都希望尽可能地提高数据。吹嘘权利而非收入数据的欲望，便导致了通用公司（General Motors，GM）的凯迪拉克（Cadillac）部门夸大了其1998年的业绩。

1998年12月，在一年一度的最高汽车销售额的竞争中，通用公司豪华型轿车的销量落后于它的主要竞争对手福特公司（Ford）的林肯（Lincoln）部门。60年来，凯迪拉克作为美国豪华型轿车最高品牌的统治地位受到了威胁。
146 这种危险并不说明什么，只是反映了在汽车行业管理者中存在着的一种强烈的观点，即在某个产品领域获取第一名的地位，会赋予公司一种有价值的市场优势。③

但是，当凯迪拉克在1999年1月宣布它12月份的业绩时，通用公司的销售团队一举获得了后来居上的胜利，类似于《火的战车》（*Chariots of Fire*）这部奥林匹克的电影史诗。根据部门报告，销售量从11月份的13 698辆激增至12月份的23 861辆。按照许多观察者的观点，更加令人惊讶和难以置信的是，在一个月的时间内，凯迪拉克的凯雷德（Escalade）越野车的销售量从960辆激增至3 642辆。

1999年1月，凯雷德越野车的销量又神秘地下降到仅为225辆，此后，林肯汽车的管理者悄悄地开始从消费者市场调查公司波尔卡（R. L. Polk）获取了相关数据。数据显示，凯迪拉克宣布的已经销售的汽车数量和12月份消费者注册登记的数量之间存在巨大的差异。凯迪拉克的管理者作出了回应，他们强烈否认公司报告的销售额反映出任何的不恰当操作。

但是，1999年5月，通用公司突然改变了它的说法。管理层承认，凯迪

① Reed Abelson, “Not Quite the Last Word: Gary Lynch, Defender of Companies, Has His Critics,” *New York Times*, September 3, 1996, p. D1.

② “Bausch & Lomb Responds.”

③ Joseph B. White, “GM Shifts to Reserve on December Data for Cadillac Sales,” *Wall Street Journal*, May 6, 1999, pp. A3, A6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉克 12 月份的销售虚增了 4 773 辆。而在这次披露之前，内部审计含糊地描述其为“恰当的、符合原则的行为”。一位发言人将这次虚假的销售报告谴责为“内部控制失败和一部分人过度狂热的联合产物”。

有意思的是，这位汽车制造商补充说，对 12 月份销售量的修正并不必然带来对通用公司 1998 年的财务情况进行重述。通用公司的会计操作是在汽车离开工厂并且成为经销商的财产时，来确认销售。收入高估中涉及的汽车虽然已经离开了工厂，但是还没有销售给消费者。

很明显，凯迪拉克的管理者操纵数据的目的仅仅是为了打败林肯，而不是为了虚增收入或者收益。严格地说，这件事情并不属于财务报表分析的领域。但是，对凯迪拉克竞争力地位的夸大，可能会使投资者给予通用公司的股票一个稍微偏高的估值。毕竟，股票的价值是预期的未来收益的函数（参见第 14 章），而未来的预期收益部分地依赖于公司产品相对于其竞争者的受欢迎程度。

对于财务报表的分析师来说，凯迪拉克的谎言强调这样一个观点，即当发布的数据看起来太美好，让人感觉不大真实时，数据可能就是不真实的。一般来说，被发现撒谎的公司管理层的最初反应是使自己掩饰得更深，但是可喜地是，在大多数情况下，真相最终会浮出水面。另外一个有价值的经验
147 是林肯对这次造假的调查方式，它通过另一个独立的资源——波尔卡公司来检查凯迪拉克的数据。即使审计师已经对公司的披露表示了赞同，那些努力跳出常规的数据分析师，也往往能够通过寻找独立证据来获益。

6.5.6 利用“未雨绸缪”的储备进行盈余管理

通过过早地确认销售额来夸大近期报告收益的做法，是滥用收入确认，会严重影响公司声誉。但是，分析师也必须警惕反向操作的欺骗手段。有时，管理层会通过延迟收入确认来低估当期的利润。这种行为源于公司希望年度之间的报告收益能平稳增长，因为这样股权投资者会给予公司较高的市盈率倍数（参见第 14 章）。

稳定的收益增长很少出现。但是，公司可以通过制造“未雨绸缪”的储备（“rainy day” reserves），人为地创造出这种现象。当公司的净利润超出预期时，管理层会把利润的一部分藏起来作为“未雨绸缪”的储备。之后，当需要提高收益而使业绩达到目标水平时，管理层再将收益从储备中释放出来。平滑利润表的最后一栏数据并非罕见，但公司对此是很敏感的。

当被控告通过不正当的储备来进行盈余管理时，化学品制造商美国格雷斯（W. R. Grace）公司非常愤慨。1998 年 12 月 22 日，证券交易委员会控告格雷斯公司及其前任管理者，称他们在前 5 年内，通过不正当的收入转移对收益进行了虚假报告。格雷斯公司作出了官方回应，宣称它将会“有力地抗辩”[1] 这次控告，还声明格雷斯公司相信它的财务报告是准确的，并且指出公

---

① Melody Peterson, “S. E. C. Charges Grace and 6 Former Executives with Fraud,” *New York Times*, December 23, 1998, pp. C1, C6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的外部审计师对公司的会计操作没有提出任何的反对意见。格雷斯公司的前任首席执行官J·P·博尔达克（J. P. Bolduc）也位于被控告的管理者之列，他的代理律师说，他的当事人将会为这次控告抗辩，并且希望能够证明是无辜的。他的律师抱怨，博尔达克只是履行了他应尽的职责，但是证券交易委员会却因此要惩罚他。

证券交易委员会明确断言，格雷斯公司没有报告 1 000 万～2 000 万美元的收入，这些收入来自于它的肾透析服务子公司国家医疗保健公司（National Medical Care，NMC）。因为 20 世纪 90 年代初医疗补贴制度的变化，这家公司获得了该笔收入。根据委员会执行部门的说法，格雷斯公司的管理者估计，由于公司收益已经达到了华尔街分析师的预测值，所以，这次意外的收入对公司的股票价格并没有帮助。而对由一次性事件所带来的利润或亏损，投资

148 者习惯上不予重视（参见第 3 章），公司的上述推断和投资者的偏好是一致的。实际上，这种未预料到的收入可能会使 NMC 公司的利润上升 30%，而这是一种超出目标和不能长期持续的水平，实际上这会损害公司的股票价格，使价格走下坡路。

为了解决 NMC 公司的过高利润问题，据说格雷斯公司的管理层将这项额外的收入计入另外一个账户，之后，在 1993—1995 年，格雷斯公司再用这个收入增加健康保健集团的报告收入。证券交易委员会解释说，比如，格雷斯公司的高级管理者会要求 NMC 公司的经理在 1994 年第四季度报告一笔 150 万美元的额外收入，因为那时公司的收益需要提高。

布赖恩·J·史密斯（Brian J. Smith）在 1995 年 7 月之前一直是格雷斯公司的财务总监，他在免职时证实说，肾透析部门不能够维持其收益增加。他曾说，“我们认为，降低增长率是一种谨慎的做法。”[①] 但是，他的律师否认说，保持稳定的报告收益是为了取悦华尔街的分析师，这和之前格雷斯公司以及 NMC 公司的员工宣称的一样。律师认为，史密斯考虑了真实的债务负担。

普华永道会计师事务所是格雷斯公司的审计师，公司的高级合伙人并不认可公司增加储备的做法。尤金·高根（Eugene Gaughan）在 1991 年证实了上述意见。他指出，会计准则很清楚地表明，只能为可预见的和可计量的债务来预留利润。公认会计原则并没有给予公司创造储备的权利。

在公司的年末审计中，普华永道会计师事务所提议转回储备，但是管理层拒绝这样做。根据审计机构的记录，格雷斯公司的管理者说，他们想要一个对“不能预测的未来事件的缓冲。”[②] 最终，普华永道会计师事务所同意增加储备。审计师的决定反映了一个事实，即从格雷斯公司范围来看，储备的数额并不具有重大的影响，但是，如果 NMC 是一家独立的公司时，这个数额就具有实质性影响了。（最初，如果某个事项影响到了收益的 5%或者 10%，审计师一般判定为重大事项。之后，证券交易委员会建立了判断重要事项的

① Ann Davis, “SEC Claims Profit ‘Management’ by Grace,” *Wall Street Journal*, April 7, 1999, p. C1, C20.
② Davis, “SEC Case,” p. C20.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准，即当影响投资者的决策时，就是重大事项。）

据高根称，在1992年年末，普华永道会计师事务所看到备忘录中描述，格雷斯公司运用储备来影响公司的报告利润，但是同时，按照"真实业绩"对NMC公司的管理者安排激励，普华永道又一次对公司的做法提出了质疑。普华永道的另外一个合伙人托马斯·斯坎伦（Thomas Scanlon）说，他曾告诉格雷斯公司的执行总监博尔杜（Bolduc），囤积储备是错误的，公司必须停止这种做法。到那时为止，"未雨绸缪"的储备数额已经增长到了5 500万美元。

简而言之，在1998年格雷斯公司披露对公司医疗补贴的会计处理时，其审计师表面上并没有提出任何反对意见，这是事实。但是，只是从技术层面上来说，以重要性原则为基础，普华永道会计师事务所提供了标准无保留意见审计报告。然而，正如审计机构的一位发言人所指出的那样，这样的意见并不表明他们同意财务报告中的任何一个内容。但是，一直到1999年4月，格雷斯公司仍然坚持说，普华永道"无保留"[1] 地同意公司的会计操作。

149

1999年6月30日，格雷斯公司了结了官司，它们既没有承认也没有否认证券交易委员会的控告。格雷斯公司同意停止违反证券法规的进一步活动，并且建立了100万美元的教育基金，来促进人们对财务报告和公认会计原则的认识和了解。格雷斯公司继续坚持官方的回应方式，它解释说，它了结官司是"因为公司认为，将这件事情抛置脑后而继续前行，符合公司员工和股东的最大利益"[2]。

格雷斯公司的事情给了我们一个提示，即面对财务报告有问题的任何指控，公司都会进行激烈的、官方的辩驳。无论公司对其真实性遭到质疑感到多么愤慨及如何抗议，分析师都应该持保留态度。经验表明，那些用最大的声音来为自己的会计操作辩护的公司，最后不一定都会被证实是清白无辜的。

6.5.7 编造数据：一个体制问题

如前所述，对报告收入的操纵是很常见的。读者可能会觉得这似乎展现了人性的阴暗面。毕竟，大部分人可能并不是完全诚信的。有时，销售数据被证实是具有误导性的或者欺诈性的，从而需要对之前报告的数据进行修改，但是，对于那些从来没有遭遇过上述情况的分析师来说，让他们用怀疑的眼光来看每一家公司的损益表，可能会觉得自己看上去像妄想狂。

但是，哈佛商学院（Harvard Business School）的教授迈克尔·C·詹森（Emeritus Michael C. Jensen）注意到，收入造假是以预算目标值来决定员工奖金所带来的一个不可避免的后果。[3] "告诉某位经理，当目标实现时他将会得到奖金，这样会造成两个后果，"詹森写到，"首先，经理会试图建立容易实现的目标。其次，一旦目标确定了，即使损害到公司的利益，他们也会努

---

① Davis, "SEC Case," p. C20.

② Peter Ramjug, "W. R. Grace Settles SEC Income Manipulation Case," *Reuters*, June 30, 1999.

③ Michael C. Jensen, "Why Pay People to Lie?" *Wall Street Journal*, January 8, 2001, p. A32.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力实现目标。”詹森引用了一个实例来说明，一些经理会通过下述策略来努力实现他们的目标：

- 发货时，使用同水果差不多重量的水果篮，并且将其确认为销售收入。
- 150 宣布价格将要上涨，执行时间是 1 月 2 日，诱使顾客在年末之前订购，从而有助于经理实现其销售目标。价格上涨使得公司与其竞争者之间不协调。
- 将尚未完工的重型设备从位于英国的工厂（使公司能在所期望的季度进行收入确认）运送到荷兰，花费了相当大的成本和不便利之后，制造商在靠近顾客的仓库内完成组装。

一些公司的顾客乐意同操纵收入的管理者合作。证券交易委员会的一位区域管理者海伦·L·莫里森（Helane L. Morrison）观察到，“在很多时候，没有公司顾客的帮助，公司是不可能完成欺骗计划的。”[①] 例如，无线通信提供商混合网络公司（Hybrid Network）1997 年第四季度的收入中，有三分之一来自于在报告期的最后一天对其经销商——Ikon 办公解决方案公司（Ikon Office Solutions）的销售而获得的收入。Ikon 公司同意从 Hybrid 公司购买价值 150 万美元的调制解调器，虽然 Ikon 公司知道还没有顾客需要购买这些设备。Hybrid 公司完成这项销售的方式是，提供给 Ikon 公司一个单边协议，协议本质上允许 Ikon 公司退回这些调制解调器，而无须为这些产品支付货款。1998 年，Ikon 公司实施了这项选择权，但是，当初处理这笔采购的 Ikon 公司管理者罗纳德·戴维斯（Ronald Davies）给 Hybrid 公司发送了一封电子邮件，信中否认知道关于单边协议的事情。接着，Hybrid 公司把单边协议的复印件交给了它的审计师。接着，证券交易委员会起诉了 Hybrid 公司，公司被强制要求重述收入，调减与 Ikon 公司发生的调制解调器的销售额。另外，戴维斯收到了禁止公司进一步进行违反证券法规行为的禁令。在近期发生的对不恰当的收入确认申请强制执行判决的其他诉讼中，证券交易委员会也以共谋为理由控告了客户公司的管理者。

收入确认的策略使管理者获取了收益，但是损害了真实的利润，这种做法有多普遍呢？按照 Ikon 公司管理者戴维斯的说法，“一个制造商给你打电话说，‘我需要完成季度目标，能给我一笔 10 万美元的采购订单吗？’这种情况是很常见的。”[②] 在围绕格雷斯公司延迟确认收入以平滑收益的诉讼中，公司财务总监的律师为其当事人的行为辩护说，“如果按照现在证券交易委员会对欺诈的界定，任何一家公司的 CFO 就都进行了盈余管理。”[③] 迈克尔·詹森表示赞同，“几乎每一个公司都有预算系统，该系统奖励撒谎的员工，惩罚其
151 说出真相。”他提议改革这个系统，切断预算目标和薪酬之间的联系。但是，从现实情况来看，较为激进的改革在短时间内是不可能发生的。

因此，分析师必须仔细推敲每一家公司的收入。即使是面对蓝筹股中最优秀的公司，如果发现相对于销售额来说，应收账款或者存货的水平提高了，

① Elizabeth MacDonald and Daniel Kruger, “Aiding and Abetting,” *Forbes*, April 2, 2001, pp. 82－84.
② MacDonald and Kruger, “Aiding,” p. 84.
③ Davis, “SEC Case,” p. C1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也要引起警惕，这应该是一个标准的操作程序。无论管理层如何澄清和保证，应收账款（unbilled receivables）和递延收入（deferred income）的显著增加就是不能再明显的危险信号。当会员制公司的注册记录和报告收入的正常关系发生偏离时，分析师也必须发出红色危险信号。詹森说，“利用预算来做文章，在大部分公司的文化中都是很普遍的，这种做法在很大程度上是符合期望的，甚至是被赞扬的。”因而，分析师一定要小心谨慎。

收入和利润的重述开始广泛出现。许多广为人知的案例都与新兴行业中的年轻公司相关。管理层可能在审计师的容忍范围之外进行自由操纵，直至被发现才会停止。另一方面，有时候，规模大、历史悠久的公司在记录销售额时也会过于激进。成熟期公司（mature company）在较高预期的驱动下，可能会抬高收入，而这种高预期是由前期的快速增长所带来的。

在事情败露后，公司会把报告中的过度行为归于各种各样的原因，比如，错误判断、会计记账错误、“某些不负责任的管理者的故意歪曲”，或者是以上三种原因的综合。但是，对于经验丰富的分析师来说，他们屡受收入重述之苦，倾向于相信高估是无心之过。如果只是学习经验丰富的人看问题的视角，那么，回顾一些对收入进行调整的案例，是很有价值的。

1991 年 11 月，花旗集团重述了 2 300 万美元的收入，这部分收入与公司的信用卡数据处理部门相关。该银行控股公司解雇了部门的领导和其他几个管理者，声称他们在近两年的时间里都错误地报告了数据。财务管理者也被牵涉其中，这有助于我们解释为什么这项阴谋能在如此长的时间内都没有被发现。《华尔街日报》无情地抨击说，“尽管员工的奖金和部门的业绩是直接挂钩的，花旗集团并没有具体说明为什么它的员工要虚增收入。”①

辛辛那提米拉克龙公司（Cincinnati Milacron）被发现在 1993 年上半年超额记录了 230 万美元的销售额，但公司认为其并不知情。公司声称，这次“单独的”事件与其子公司三锘（Sano）塑料机械公司没有遵守“销售截止”
152 (sales cutoff）的规定有关。和辛辛那提米拉克龙公司的政策不同，三锘公司将还没有发货的销售也进行确认。这次的责任解雇集中在一个高级经理身上，而其他管理者都逃避了惩罚。②

First Financial Management 公司将其对 1991 前 9 个月收入的重述归咎为会计错误，而非违反政策规定（同样地，有过错的一些员工被解雇了）。问题产生于其子公司 Basis Information Technologies，这个公司是由 First Financial Management 公司通过并购 19 家独立公司而成立的。Basis Information Technologies 公司说，公司失去了对应收账款的控制，这些收入本应该随着合同的到期而减少。在发现这个混乱情况的同时，First Financial Management 公司还发现，一些与并购有关的费用也被不恰当地进行了摊销。③

---

① Lipin, Steven, “Citicorp Unit's Top Officials Are Dismissed,” *Wall Street Journal* (November 11, 1991), p. A4.

② “Cincinnati Milacron Overstated Earnings by MYM300, 000 for Half,” *Wall Street Journal* (August 4, 1993), p. C9.

③ “Net of First Financial Management Corp. Restated for 3 Periods,” *Wall Street Journal* (December 30, 1991), p. B7.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1993 年 7 月，T2 Medical 公司是《财富》（*Fortune*）杂志评出的 25 家增长最快的公司之一。在接下来的一个月，家庭综合医疗中心的经理承认，会计违规造成了公司销售额显著增长的表象。很明显，T2 公司按照账单确认了收入，而病人和保险公司都没有进行支付。在同一天，T2 公司的财务报告蒙上了一层阴影，卫生和公共服务部（Department of Health and Human Services）宣布，其正在调查 T2 公司可能存在的医疗保险欺诈。在披露之后，T2 公司的总裁提出了辞职，公司的股票价格急速下降了 35%，跌至 8.875 美元。而仅仅在 3 个月之前，还盛传 T2 公司管理层收购计划，一位证券分析师推测，如果收购发生，公司股票价格将上升至 20 美元。[①]

6.6 小　结

富有鼓动性的演说家们向听众保证，如果他们想象成功，成功就会发生。一些以自立自强为信念的公司管理者，过度采纳了上述建议。对于有限制的销售额和不确定的会员费，他们想象其符合公认会计原则的收入确认要求，相信事实随后就会出现。他们将自己的想象施加于财务报表，提高了公司的市场价值和信用质量。当这些来源于想象的收入没有实现时，管理者可能会利用欺诈来维持这种幻想。和以后所造成的欺诈责任相比，这种夸大收入的积极态度在初期并不是非常具有损害性的。当有关激进的收入确认证据出现时，分析师必须迅速、果断地行动，以免他们被管理者危险的乐观态度所感染。

① 有关 T2 Medical 公司的讨论来自于以下文章：Krensavage, Mike, "T2 Medical 3rd-Quarter Net Falls 40%; Company Restates 1st Half," *Bloomberg News* (August 23, 1993); Pauly, David, "Ways of Wall Street: T2 Medical's Numbers Aren't Right," Bloomberg News (August 13, 1993); Quinson, Tim, "T2 Medical Says Management Group May Make Buyout Offer," *Bloomberg News* (May 25, 1993); "T2 Medical Net Fall 40% in 3rd Period: Company Restates Profits for First Half," *New York Times* (August 24, 1993), p. B4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章

费用的确认

153 如第 6 章所述，公司可能会通过激进的收入确认方法，在较大程度上扭曲公司收益。对于怀疑公司财务报表的分析师来说，还必须考虑公司是否会采用不谨慎的方法来记录费用，从而提高利润表的最后一栏数据。毫无疑问，答案是肯定的。公司管理者在最小化和降低费用确认方面，与其最大化和提高收入确认方面同样具有创造性。

7.1 美国在线公司寻找可自由利用的空间

1994 年，美国注册会计师协会规定了一般准则的例外情况。一般准则规定，广告支出必须费用化而不能资本化。新准则允许公司对直接邮寄广告的支出资本化。直接邮寄广告是一种直接标价并且请求直接回应的广告形式。但是，要符合这种特殊的处理方式，必须具备一定的条件，直接邮寄广告者需要有充分的历史证据来预测直接回应的比率。进一步说，就是能够合理地预测广告将会产生的收入。

美国在线公司（America Online，AOL），是当时新兴的交互式媒体行业的市场领先者，它迅速地采用了新的会计方法。为了吸引用户，AOL 公司寄出了数百万份广告，并且通过和计算机制造商的合作，提供免费试用的订购服务。AOL 公司没有把这些成本确认为已经发生的费用。相反，AOL 公司将这些支出资本化，然后在 12～18 个月的期间内进行摊销。在截至 1994 年 6 月 30 日的会计年度末，AOL 公司的资产负债表显示，公司有 3 700 万美元资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本化的用户购置成本。由于美国注册会计师协会对于直接回应广告的例外规定，使得 AOL 公司在 1994 年的会计年度报告了 620 万美元的净利润，而不是 600 万美元左右的损失。

154 AOL 公司极力替自己的会计操作辩解，称公司用户平均使用这个系统的时间是 32 个月，和公司最长的摊销期限 18 个月相比，还要长很多。然而，另一种更加保守的方法是将用户购置成本费用化，这是 AOL 公司最大的竞争者选择的方法。CompuServe 公司解释说，同 AOL 公司一样，它的用户会在任何时间取消订购服务。另外，在一个新兴行业，没有办法来预测竞争将会激烈到何种程度。

早在 1994 年 10 月，《福布斯》（*Forbes*）的撰稿人加里·塞缪尔斯（Gary Samuels）就表示，一些证券分析师对 AOL 公司报告的收益表示怀疑。① 但是，投资者并没有因此而失去对新兴网络股的热情。从塞缪尔斯的文章发表的那个月到 1996 年 4 月这段时间，AOL 公司的股票上涨了 624%。

而同一时期，AOL 公司资产负债表上的递延用户购置成本，从 1994 年的 3 700 万美元增加到了 1995 年的7 700万美元。1996 年，AOL 公司通过将资本化成本的摊销期限延长至 24 个月，从而挤出了更高的报告利润。这种变化使公司的净利润提高了 4 800 万美元。

但是，抬高收益并没有阻止 AOL 公司股票价格中的泡沫显现出来。从 1996 年 5 月 7 日的股票价格最高值到 1996 年 10 月 14 日，股票价格降低了 67%。由于 AOL 公司将其在线服务的价格降低了 63%，从而导致这次股价下跌。公司的这个行动是对其竞争对手低价格的一种回应，同时，也反映了从在线服务到互联网的转移，在互联网中大部分信息和娱乐服务是免费提供给用户的。

AOL 公司称，费用降低能够带来更多的新用户，从而抵消公司的收入损失。对于公司的这种说法，投资者根本不买账。② IBM 公司和西尔斯-罗巴克百货公司（Sears，Roebuck & Co.）决定剥离出它们共同拥有的 Prodigy Services 业务，这个决定进一步印证了在线服务业务缺乏获利能力。AOL 公司的会计政策使它的收益看起来比竞争对手 CompuServe 公司要好，但是，行业的潜在经济现实对所有的在线服务提供商来说都是很糟糕的。

到 1996 年末，AOL 公司资本化的用户购置成本已经迅速增长到 3.14 亿美元。在 1996 年 10 月 29 日，AOL 公司终于面对了现实。AOL 公司宣布，它将进行追溯调整，把之前资本化的用户购置成本全部费用化，并且对未来所有的营销支出费用化。管理层将公司对实务操作方法的调整和新的定价政策相联系。

为了维护公司之前会计方法的真实性，AOL 公司的一位发言人说，“看一下公司的记录。在过去的 16 个季度中，公司的收入、利润和用户均符合

---

① Gary Samuels，“What's Profits?” *Forbes*，October 24，1994，p. 74.

② “Prodigy Management to Unveil Buyout Plan，” *Financial Post*，May 9，1996，p. 14.（最初是由 Bloomberg News 报道的。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期。"① 这种说法忽略了一个事实，那就是，AOL公司从一开始公布的所有利润，都伴随着会计政策的变化而被一次性提取的3.85亿美元的费用抵
155 消了。

在3年半之后，证券交易委员会控告AOL公司夸大了收益，AOL公司同意支付350万美元的费用来了结证券交易委员会对其的控告。AOL公司也同意重述1995年和1996年的财务数据。和一次性提取3.85亿美元的费用不同的是，分析师将会看到，公司的用户购置成本将被分配到其所发生的期间。

按照证券交易委员会的说法，一般准则规定广告成本必须费用化，而AOL公司从来都没有符合豁免一般准则的条件。"只有当存在有说服力的历史性证据，使得公司能够可靠地预计由于广告而获得的净收入时，"② 才允许对广告支出进行摊销。证券交易委员会说，按照20世纪90年代中期AOL公司的经营环境，公司并不能预测未来的可靠收入。AOL公司又一次重复了财务报告历史中不断重复出现的一个问题，即公司通过利用新兴行业中尚不完善的会计准则来进行净利润报告，投资者也很自然地会因此而赋予公司一个较高的市盈率倍数。

当该事件发生时，收入的调减并没有使AOL公司像其他类似环境中的公司那样，走上破产的道路。到2000年AOL公司了结证券交易委员会的控告时，伴随着会计政策的变更，其股票以38倍的低点进行交易。虽然重新建立客户群的成本是非常巨大的，但是，AOL公司幸存了下来，并成为迄今为止美国涉足领域最广的互联网提供商。

但是，那些希望弄清公司真实财务业绩的分析师并没有摆脱危险处境。为了证明公司之前资本化用户购置成本的操作是正当的，AOL公司按照惯例披露了公司每个顾客的购置成本和已经取消的订购服务的数量。在转向更加保守的费用化营销支出的方法之后，AOL公司变为仅仅披露营销费用的总额和用户数量的净增长数额。虽然会计准则并不强制要求披露这些细节，但是，分析师抱怨说，没有这些信息，他们将不能合理地估计AOL公司客户群的价值。③ AOL公司又一次被CompuServe公司所揭穿，CompuServe公司一直披露其客户中使用系统3个月、6个月、9个月和12个月的用户所占的比例。AOL公司为其减少的信息流量争辩称，由于广告收入的重要性进一步增强，订购服务对公司的未来成功影响较小。

然而，AOL公司看起来并没有改变其激进形象，它极力地挖掘会计准则可利用的空间。1998年，当有关用户购置成本的争论对投资者来说依然历历在目时，AOL公司又被怀疑运用了不谨慎的会计操作。运用相关策略，AOL公司的管理层没有将大约3.8亿美元的利润记录为一次性利得，该项收益是

---

① Roger Lowenstein, "Did AOL Succeed in Spinning the Street?" *Wall Street Journal*, November 7, 1996, p. C1.

② Floyd Norris, "AOL Pays Fine to Settle a Charge That It Inflated Profits," *New York Times*, May 16, 2000, p. C6.

③ David S. Hilzenrath and Jill Dutt, "Looking for the AOL Numbers That Count," *Washington Post*, February 23, 1997, pp. H1, H7.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司用其 ANS 通信互联网服务业务和 CompuServe 公司的在线服务部门进行交换而获得的。

正如第 3 章所言，投资者在估计股票价值时，很少考虑非经常性利得和损失。因此，上市公司有着强烈的动机将累计损失一次性确认，而将特殊的、非经常性的利得分解为较小的部分在几年之内进行确认。AOL 公司达到了后者的效果，它将公司的交易确认为售后回租交易（sale-leaseback），按照协议在交易之后它将使用 ANS 的服务 5 年时间。

售后回租的会计政策通常应用于单项资产，比如有轨机动车和建筑物。AOL 公司将其用于整个经营性公司的交易也仍然是允许的。但是，一些会计师评论说，按照他们的经验，这种做法是史无前例的。①

7.2 IBM 公司革新性的费用降低方法

一次性利得除了可以转变为经营收益之外，还可以用更加不可思议的方式来进行转换。IBM 公司发明了一种方法，将其转变为报告成本，从而可以暗中降低费用。和一次性提高损益表的最后一栏数字的做法不同，因为这种情况下投资者很可能给予较低的估值，IBM 公司创造出一种错觉，使人觉得经营效率的提高更加具有持续性。

1999 年，IBM 公司的主席路易斯·格斯特纳（Louis Gerstner）把 IBM "强有力的费用管理"作为近期收益提高的关键因素。② 从表面上来判断，公司数据能够解释他的说法。作为世界上最大的计算机制造商，IBM 公司公布，从全年来看，虽然公司的收入从 817 亿美元增加到 875 亿美元，但公司的销售费用、一般费用和管理费用（SG&A）从 1998 年的 167 亿美元降低到 147 亿美元。从账面值来看，IBM 公司的数据表明，格斯特纳的团队将 SG&A 支出占收入的百分比从 20.4%削减到了 16.8%。而更进一步的研究表明，IBM 公司并没有像表面看起来那样确实削减大量的费用支出。

IBM 公司 1999 年年度报告中管理层讨论的相关陈述表明，年度 SG&A 的减少"反映了与出售 Global Network 相关的税前收益净额"。有些分析师坚持进一步研究合并财务报表的附注（notes to consolidated finanical statements），他们发现，IBM 公司出售 Global Network 业务给 AT&T 公司的税前收益总额是 40.57 亿美元，是同年 SG&A 降低金额的两倍多。剔除出售业务所得这个一次性事件的影响之后，SG&A 费用占 IBM 公司收入总额的百分
157 比从 1998 年的 20.4%上升到 21.4%。

勤勉的分析师能够在 IBM 公司的年度报告中发现所有这些信息。但是，

① Linda Sandler, "America Online's Fancy Accounting Methods Once Again Are Raising Red Flags for Some," *Wall Street Journal*, June 3, 1998, p. C4.

② Jon C. Auerbach, "IBM's Accounting Method Faces Scrutiny," *Wall Street Journal*, November 24, 1999, pp. C1－C6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司并没有解释为什么将出售资产的利得来抵减费用。会计专家霍瓦德·斯彻利特（Howard Schilit）称这种操作“极为异常”①，这种说法或许太过于友好了。作为回应，IBM公司的一位发言人解释说，公司自从1994年开始，就将一次性利得和支出归为销售费用、一般费用和管理费用中的“一般”部分。

从IBM公司的角度来看，这种操作的最大好处是提高了经营收益。经营收益提高了40亿美元，和作为一次性偶然事件确认税后收益相比，前者可能在更大程度上提高了股票价格。公认会计原则要求出售资产的重大利得要作为线下项目，计入营业外收入，严格禁止对上述事实的曲解和利用。证券交易委员会的一位高级会计职员认为，IBM公司出售Global Network的40亿美元的利得“看起来是很重大的”②，也就暗示着这项利得应该作为营业外项目进行记录。结合同年IBM公司将退休金计划的投资收益作为经营收益的操作来看（参见第10章），IBM对出售Global Network所得收益的处理，并不能支持公司主席格斯特纳所宣称的公司通过有效的管理提高了利润的说法，除非他所谓的管理指的是盈余管理。

7.3 简单的分析揭穿了精心策划的骗局

令人鼓舞的是，财务报表分析的基本技巧通常能够揭露出欺诈的骗局，如下文的Wickes PLC公司案例所示。

1996年6月25日，这个英国建筑材料零售商的管理层披露，公司在1995年的利润和年末股东权益被夸大了。Wickes公司的股票随即暴跌了36.7%。在披露的当天，另一家建筑材料公司Caradon PLC的股价下降了5.3%，而仅仅因为这家公司的财务总监（finance director）特雷弗·卢埃林（Trefor Llewellyn）在1995年6月之前，曾在Wickes公司担任过同级的职位。③

Wickes公司的管理层解释说，这个会计问题涉及供应商折扣，折扣的限制性条件是他们出售的产品要达到协议的水平。卢埃林的下一任财务总监斯图尔特·斯特拉德林（Stuart Stradling）解释说，公司在出售足够多的商品从而满足折扣条件之前，就已经记录了折扣（从而降低了销售成本）。同时，Wickes公司向投资者保证说，公司并没有发生任何欺诈行为，并且，公司不计划引入外部监管以对公司内部调查提供补充。Wickes公司还补充说，公司主席兼首席执行官亨利·斯韦德巴姆（Henry Sweetbaum）近期所收到的奖

158 金，被强制要求部分退回的可能性几乎是不存在的，虽然说这些奖金与公司的收益和股票业绩都存在着联系。④

① Auerbach, "IBM's Accounting," p. C2.

② 同上。

③ "Wickes PLC Discovers Accounting Problems; '95 Profit Overstated," *Dow Jones and Company*, June 25, 1996.

④ Nigle Cope, "Accounting Problems Ravage Wickes," *The Independent* (London), June 26, 1996, p. 17.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，Wickes 公司很快就改变了它之前的态度。Wickes 公司雇用了一家会计公司和一家法律公司来检查公司的会计记录和财务状况报告。不久，公司主席斯韦德巴姆辞职，然而，公司称，并没有证据表明他与不正确的会计操作存在关系。然而，之后发现，Wickes 公司将一个年收入达 20 万英镑的业务转给了斯韦德巴姆私人拥有的一家旅游公司，但这个事项一直没有在财务报告中进行披露。①

在接下来的两个月内，财务报告的更多细节问题被发现。之前过早记录的项目不仅包括以销售量为基础的折扣，还包括广告宣传和开办商店的支出。某些情况下，新的供应商会给予 Wickes 公司合法的折扣，这些折扣属于多年合同的一部分。但是公司并没有在合同期内摊销这些折扣数额，而是将其全部记录在第一年。根据公司内部机密资料，除了正式的合同之外，还存在一份关于真实交易条款的协议副本。②

随着调查的进行，分析师对可能存在的夸大利润数额的预测，从 1 500 万美元上升至 2 500 万美元。事实证明，1996 年 10 月 Wickes 公司对其股东公布称，根据特别雇用的外部律师和会计师的报告，单是 1995 年夸大的金额就高达 2 600 万美元。过早记录的折扣使 1994 年的收益虚增了 1 400 万美元，使以前年度的收益虚增了 1 100 万美元，因此，总金额高达 5 100 万美元。

报告公布之后，前任财务总监卢埃林归还了他 1995 年奖金的 92%，即 48.5 万英镑，这些奖金与 Wickes 公司的股票价格直接相关。公司主席兼首席执行官亨利·斯韦德巴姆，在 6 月份丑闻曝光之后辞职，并且归还了 72 万英镑，这个数额是按照 Wickes 公司的长期激励计划（long-term incentive plan），斯韦德巴姆所能收到的奖金数额的大约三分之二，但是，他并不承认对夸大利润的阴谋知情。公司称，斯韦德巴姆并不对这次事情负直接责任，这项计划在采购部门内部实施，他们隐瞒了供应商实行折扣的条件。③ 同时，Wickes 公司声明，高级经理人员在问题公布之前的至少 6 个月，就已经意识到会计违规的操作，他们“对这个危险信号的反应应该更为积极”④。

为对 Wickes 公司 1996 年 10 月份报告结果作进一步研究，英国重大欺诈
159 案件调查局（Serious Fraud Office，SFO）展开了对 Wickes 公司夸大利润事件的正式调查。两年半之后，SFO 以欺诈性交易和财务报表造假为由，控告 Wickes 公司的前任主席斯韦德巴姆、前任财务总监卢埃林和其他三位管理者。至此，事实已经打破了 Wickes 公司最初坚持的所有观点。起初它认为公司并没有发生任何欺诈行为，宣称公司不计划引入外部监督补充公司的内部调查，并且还争辩说斯韦德巴姆不可能退回他的部分奖金。从这个例

① Paul Farrely, " 'Dirty Tricks' at Wickes; Internal Inquiry Looks at Sweetbaum's Management," *The Independent* (London), August 4, 1996, p. B3.

② Andrew Sawers, "SFO Puts FDS in the Dock over Wickes 'Pyramid Buying' Scandal," Financial Director, August 1, 1999, p. 8.

③ Edward Orlebar, " Wickes Says Profit Overstated by 51 Million Pounds," *Bloomberg*, October 16, 2001.

④ Nigle Cope, "Senior Wickes Management Was Aware of Bogus Profits 6 Months before Disclosure," *The Independent* (London), October 17, 1996, p. 22.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子中，分析师应该学会，对处于困境的公司所发表的言论要持高度的怀疑态度。

按照卢埃林的下一任财务总监斯图尔特·斯特拉德林的说法，这次财务操作“被非常好地掩饰了，并且很难被发现”①。斯特拉德林补充说，如果公司没有偶然地发现一些之前得不到的资料，这次骗局可能会持续更长的时间而不被发现。进行调查的会计师和律师采访了 Wickes 公司超过 200 家供应商，以确定有多少折扣提前支付。而对于仅仅研究公开资料的外部分析师来说，他们不可能将这个计划的所有细节都联系到一起。

然而，有意思的是，首先引起斯特拉德林疑问的是损益表项目中存在的一个简单关系。在 1996 年第二季度，销售额提高了，但是利润并没有同步上升。Wickes 公司由于在前期提早确认了折扣，提高了利润。自从 1995 年 8 月斯特拉德林加入公司，并且加强了公司的审计程序，这个计谋就不能再继续了。Wickes 公司的采购经理对外部分析师隐瞒了信息，而这次事件强调了第 13 章所讲到的基本比率的分析力量。在其他一些情况中，对于这类从未来期间转移利润的做法，公开财务报告中的比率能够传递出相关信息，从而使这些诡计不能得逞。

7.4 牛津公司的计划误入歧途

Wickes PLC 公司的员工通过严格控制的计划，人为地降低了公司的费用。和 Wickes PLC 公司的做法不同，牛津保健计划公司（Oxford Health Plans，OHP）对成本完全失去控制是造成成本被严重低估的原因。但是，对于公司财务报告的使用者来说，上述两种情况并没有太大的差别，因为两种情况下都将误导报告的使用者。此外，在两种情况下，聪明的损益表使用者，能够通过简单的比率分析，发现某些地方是存在错误。

斯泰芬·F·韦杰斯（Stephen F. Wiggins）开办了牛津公司，这是一家在康涅狄格州的健康维护组织（health maintenance organization，HMO），它是从 1984 年的一个空闲的卧室里开始起步的。到 1997 年，公司已经成长为拥有 210 万名会员，能够产生 41 亿美元收入的公司。投资者也由于牛津公司的成功而收益颇丰。1991 年公司首次公开发行时，每 100 美元的投资，到 1997 年 7 月股票最高价为4 000美元。

160

牛津公司的数据处理系统并没有和公司的爆发式增长保持同步。这个健康维护组织必须要追踪数百个诊断的账单代码，向数千名医生报告数据，并且要为 1996 年时公司拥有的超过数百万名的会员报告个人数据。由于赔付工作开始出现问题，牛津公司转向由自己公司的人员设计的新计算机系统。不久，记账程序失去了作用，由于旧系统和新系统之间的衔接问题，数据被破

① “Wickes PLC Discovers Accounting Problems; ’95 Profit Overstated,” *Dow Jones and Company*, June 25, 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坏了，并且，赔付程序失灵。牛津公司因为担心向会员发送不正确的账单而带来麻烦，所以，暂时停止了向它的大部分客户发送每月的账单。到 1997 年春季，牛津公司的未收保费占收入的比例已经增长到将近 40%，是 6 个月前的两倍。

由于对成本失去了控制，上述收入问题和由此造成的现金流紧张问题进一步加重。有多达 3 万名的客户，他们尽管已经从计划中退出，或者在数月没有收到账单之后已经拒绝支付他们的保险费用，但是，牛津公司仍然为他们支付了医疗保险。在 1997 年，牛津公司每个医疗保险病人的保健成本已经上升了 20%，大约是公司预测数据的 3 倍，但是，牛津公司平均每个病人的收入仅仅增长了 4.3%。更加糟糕的是，由于计算机系统的崩溃，管理层甚至不能清楚地了解公司问题的症结所在。[①]

虽然牛津公司报告了丰厚的利润，却不能支付账单，这激怒了内科医生，他们的抱怨使事情到了必须要解决的地步。纽约州的保险业监管机构调查了公司的财务状况，认为公司偿付未来医疗赔付的储备是不足的。1997 年 10 月 28 日，所在州的保险专员通知牛津公司的董事会，公司必须采取其要求的正确措施，或者停止吸纳新的会员，甚至可能卖掉公司。看到监管者即将采取惩罚措施，牛津公司在 10 月 27 日宣布，它将在第三季度的报告中第一次报告损失。当天，HMO 的股票从 68.75 美元跌至 24.75 美元。第四季度，牛津公司报告了大额损失，使得公司自上市以来报告的所有利润都被抵消了。1998 年 2 月 24 日，公司的创始人韦杰斯辞去了主席职务。

和其他许多与费用确认相关的案例一样，对牛津公司财务报表的基本分析能够提供公司可能面临困境的信号。1997 年 6 月 30 日公布的季度 10-Q 表，是公司 10 月份的大灾难之前的最后一次文件报告。公司的现金流量表（见表 7—1）展示了通过现金流量分析能发现的典型问题（参见第 4 章）。虽然公司 1997 年上半年和 1996 年同期相比，净收益增长了 74.6%，但是，经营活动产生的现金流量从 1.418 亿美元降低到 −1.73 亿美元。这个重大的逆转很大程度上是由于应付医疗成本从大额的现金来源转变为主要是现金支出所造成
162 的。财务报表附注披露，牛津公司在尽力使记账程序恢复正常时，对不满意的医生和医院提前进行了支付，并从应付医疗成本中扣除了这部分现金。

161 **表 7—1** **牛津保健计划公司**

现金流量表截至 6 月 30 日的 6 个月

（单位：百万美元）

	1997 年	1996 年
经营活动（间接法）		
扣除非经常性项目前收益	$71.6	$41.0
折扣和摊销	27.5	20.1

① Ron Winslow and Scot J. Paltrow, "At Oxford Health, Financial 'Controls' Were out of Control," *Wall Street Journal*, April 29, 1998, pp. A1, A14.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

现金流量表截止 6 月 30 日的 6 个月

（单位：百万美元）

	1997 年	1996 年
递延税款	3.9	0.2
权益净损失（收益）	1.0	2.0
出售不动产、厂房和设备及出售投资——损失（利得）	(7.5)	
经营活动现金流量——其他	0.2	1.3
应收款项——减少（增加）	(99.7)	(31.3)
应付账款和应计负债——增加（减少）	(71.9)	136.5
应计所得税——增加（减少）	17.5	14.8
其他资产和负债（净变动）	(49.9)	(42.7)
经营活动——净现金流量	(107.3)	141.8
投资活动		
投资——增加额	20.6	6.3
短期投资——变动额	111.5	(282.6)
资本支出	42.7	29.9
投资活动——其他	0.4	0.1
投资活动——净现金流量	48.6	(318.7)
筹资活动		
普通股和优先股的出售	10.3	226.8
筹资活动——净现金流量	10.3	226.8
现金及现金等价物的变化	(48.4)	49.9
经营活动（直接法）		
支付所得税	$35.0	$18.6

资料来源：Compustat。

读者不应该认为分析师是在事后才识别出公司发生困境的信号的。财务研究和分析中心（Center for Financial Research & Analysis）的分析师切里斯陶菲·提特斯（Christopher Teeters）在一个报告中强调了牛津公司收益和现金流之间存在差异的情况，该报告在牛津公司 1997 年 10 月的事件发生之前的 10 天发布。“我们并不知道它会如此严重，”提特斯承认说。“我们只是发现了一些看起来异常的指标。”① 早在 1994 年，亚特兰蒂斯投资公司（Atlan-

① Ron Winslow, “A Few Securities Analysts Spotted Problems at Oxford Health Plans,” *Wall Street Journal*, April 29, 1998, p. A14.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

tis Investment Company）的安·安德森（Anne Anderson）就注意到牛津公司会员报告的随意性。会员报告时不时地被重新调整，并且有些情况下还包含一些手写的改动。

7.5 小 结

正如公司有无数的方法夸大收入一样，它们也有各种各样的方法来降低费用。公司管理者会作出成本可能被资本化的自由假设，会通过一次性利得减少费用，并且，会过早地记录来自供应商的折扣。有时，它们纯粹是通过不谨慎的会计记录而低估费用。和发现激进的收入确认技巧一样，分析师通常可以通过对财务报表的仔细研究来发现误导性的费用报告。要想从这些分析中受益，分析师必须完全遵守规则，不能相信公司对于其财务比率形式上的解释，不能相信它们是清白的，实际上，后来这些比率都揭露出公司所处的困境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章

EBITDA的应用和局限性

如第3章所述，近年来，公司试图转移对税后收益（aftertax earnings）的关注，而传统上，税后收益在公司估值中占据主导地位。由于许多“新经济”公司的净利润很低，公司努力引导投资者关注经营收益或者其他一些变量。但是，按惯例计算的这类公司的市盈率倍数，会高估其股票价值。“旧经济”公司一般有比较大的分母（P/E中的E），所以相比较而言，它们的市盈率倍数看起来更加合理。

早在网络公司开始寻找代替净利润的其他变量之前，财务报表的使用者就已经发现了将净利润作为估值工具的局限性。他们观察到，在同一行业中的两家公司报告利润相同，但实质上却具有不同的**企业总价值**（total enterprise values）。同样地，信用分析师也意识到，在特定年份具有相同利润水平来偿付相同利息费用的两家公司，其在未来的债务违约风险却存在很大的差异。

令分析师感到失望的是，净利润不能作为公司价值和风险比较的标准。如果他们对这个问题进行了深入的思考，他们应该能意识到，不存在任何一个能够完全综合地反映公司财务业绩的单一指标，可以作为衡量价值和风险的标准。但是，分析师从一开始就寻找衡量公司获利能力的“正确”的单一指标，他们坚信存在着这样一个指标，就像寻找传说中的黄金国（El Dorado）的人坚定地认为自己是一个征服者那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.1 EBIT，EBITDA和企业总价值

164 虚拟公司Deep Hock和Breathing Room的案例（见表8—1）说明了将净利润与企业总价值相联系时可能出现的问题。两家公司是thingmabob行业的竞争者。它们最近一年的净利润分别是2 860万美元和3 300万美元。

表8—1　　**比较财务数据（2001年12月31日）**　　单位：百万美元

	Deep Hock公司	Breathing Room公司
总负债	$67.0	$0.0
股东权益	133.0	200.0
销售	$500.0	$500.0
销售成本	415.0	415.0
折旧与摊销	25.0	25.0
销售费用、一般费用和管理费用	10.0	10.0
经营收益	50.0	50.0
利息费用	6.7	0.0
税前利润	43.3	50.0
抵免所得税	14.7	17.0
净利润	$28.6	$33.0

当Breathing Room公司宣布，它将被一家thingmabob行业的跨国制造商以6.66亿美元的价格收购时，Deep Hock公司的创始人和控股股东菲利普·阿特利（Philip Atlee）意识到，他的公司在并购（mergers-and-acquisitions，M&A）市场上炙手可热。因为他相信自己的谈判能力，所以，他没有聘请M&A咨询师，而是直接和一家投资集团联系，之前这家投资集团曾为购买Deep Hock公司而和他接触过。阿特利推断，因为thingmabob行业的制造商在市场上有很高的需求，所以，现在正是出售的时机。

Breathing Room公司的出售价格是其3 300万美元净利润的20倍，与最近其他thingmabob行业的收购所支付的水平一致。按照这样一个基础，阿特利把Deep Hock公司2 860万美元净利润的20倍作为他的目标价格，也就是5.72亿美元。他从一个较高的价格水平开始谈判，在经过一番讨价还价之后，他接受了5.72亿美元的出价。开香槟酒庆祝之后，阿特利开始购买游艇。

一个月之后，阿特利安静的退休生活被一则消息给扰乱了。购买Deep Hock公司的投资者已经以6.66亿美元的价格，迅速地将公司重新出售给了
165 另一家大型公司。这位前任CEO感到很沮丧，他意识到，显然在谈判桌上损失了9 400万美元。阿特利被事情的转变惊呆了，他想知道为什么有人愿意为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Deep Hock 公司支付 6.66 亿美元。这个价格和为购买 Breathing Room 公司所支付的价格是相同的，但是后者的净利润比前者要高出 15%。可以肯定的是，按照 5.72 亿美元购买 Deep Hock 公司的投资集团，不可能在一个月的时间里大幅地提高公司的利润。而在这段时间内，thingmabob 行业公司 20 倍的市盈率倍数也没有任何提高。

为了解开这个谜团，阿特利决定从他的侄女——阿伦娜（Alana）那里寻找答案。阿伦娜是一家投资管理公司的实习生。凭借她在财务报表分析中的经验，她指出，Deep Hock 公司的经营收益是 5 000 万美元，和 Breathing Room 公司的经营收益是一样的。两家公司损益表最后一栏数据的差异是由于 Breathing Room 公司是零负债，没有利息费用。

“菲利普叔叔，如果我购买你的公司，”阿伦娜解释道，“我会马上进行财务预测（pro forma financials），看一下 Deep Hock 公司还清所有债务之后的净利润情况。如果没有 670 万美元的利息费用，它的税前利润将会是 5 000 万美元，和 Breathing Room 公司的刚好相同。按照公司 34%的有效税率（effective tax rate），其税收费用将会有所提高（之前的 1 470 万美元和现在的 1 700万美元），但是净利润将从 2 860 万美元上升到 3 300 万美元，和 Breathing Room 公司的净利润相同。然后，我会将公司按照利润的 20 倍出售，即 6.66 亿美元。投资集团从你这里购买了 Deep Hock 公司之后，可能就是这样做的。”

暂不讨论结果如何，阿伦娜补充了应该考虑的关于这笔交易的一些细节，“与预测不同，在实际中，为了将 Deep Hock 公司的净利润从 2 860 万美元提高到 3 300 万美元，必须有人来承担 6 700 万美元的负债。假设投资集团偿还了公司的借款，然后，按照零负债的情况将公司出售。那么，它的净利得并不是 9 400 万美元，而仅仅是 2 700 万美元。我提到这个，只是希望这能够给你一些安慰。分析这笔交易的另一种方法是，将 6 700 万美元的债务作为 6.66 亿美元收购价格的一部分。无论是哪一种方法，公司都会有 5.99 亿美元的现金流入，其收益为 2 700 万美元。”

阿特利依然会因为没有得到最高的收购对价而不开心，但是，被他侄女对于财务报表分析的洞察力所启发，他向她继续咨询了一些问题。“我发现，对于具有不同资本结构的公司来说，用净利润的倍数来比较公司的总价值并不是一个很好的方法。这种情况肯定会经常发生。那么，有没有一个简单的、直接的估值方法能真实反映公司的价值呢?”

166 “是的，”阿伦娜回答说。“与计算净利润的倍数不同，对类似于出售 Breathing Room 公司的可比交易，你应该计算 EBIT 的倍数。EBIT 代表的是‘息税前收益’。在 Breathing Room 公司净利润的基础上，加回所得税和利息费用，我们可以得到分母，而分子是出售价格：

$$\frac{\text{企业总价值}}{\text{净利润}+\text{所得税}+\text{利息费用}}=\frac{\$666}{\$33.0+17.0+0.0}=13.32\text{ 倍}$$

将相同的 EBIT 倍数 13.32，应用于 Deep Hock 公司损益表的可比数据。”阿伦娜继续说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净利润＋所得税＋利息费用＝＄28.6＋14.7＋6.7
＝＄50

＄50×13.32＝＄666.00

“所以，这就是在预测具有相同的经营特征，但是财务战略不同的公司时，怎样确保其估值倍数保持一致的方法吗?”这位 Deep Hock 公司的前任 CEO 问道。

“菲利普叔叔，实际上，”阿伦娜回答说，“还有另外一个关于比较的问题我们需要讨论一下。你知道，会计准则允许公司在确定其不动产、厂房和设备的折旧年限时，具有一定的自由选择权。在无形资产的摊销上也是如此。现在，我们暂时假定，Breathing Room 公司每年的资产核销额不是 2 500 万美元，而仅为 2 000 万美元。这就意味着，它们的资产折旧速度与你们相比要慢一些，而之前两家公司的折旧率相同。下表是按照假定的折旧率的变化调整后的 Breathing Room 公司的损益表（见表 8—2）。”

167 **表 8—2** **Breathing Room 公司**

合并收入报表 2001 年 12 月 31 日	单位：百万美元
销售	＄500.0
销售成本	415.0
折旧与摊销	20.0
销售费用、一般费用和管理费用	10.0
经营收益	55.0
利息费用	0.0
税前利润	55.0
抵免所得税	18.7
净利润	＄36.3

“按照这张报表来计算 EBIT，并且根据我们之前的分析，运用 EBIT 倍数来代表 thingmabob 公司现在的价值：

净利润＋所得税＋利息费用＝＄36.3＋18.7＋0.0
＝＄55.0

＄55.0×13.32＝＄732.60

看上去，通过简单地延长资产的折旧年限，Breathing Room 公司就将公司价值从 6.66 亿美元提高至 7.326 亿美元。而这是不可能的。折旧是一项应计费用，而不是一项付现费用。因此，改变折旧率来进行财务报告的做法，仅仅是会计分录发生了变化，它既没有增加也没有减少实际流入公司的现金。如果管理层因为报税的目的而改变折旧率，那么实际支付的税款将会有所下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降。如果是这种情况，则将会有现金流入 Breathing Room 公司。但是，那是另外一个问题了。我们现在关心的问题是，与 Deep Hock 公司相比，经济实质并没有差别，而仅仅因为会计政策的不同，Breathing Room 公司可能会获得更高的价值。”

“为了避免这种扭曲经济实质的情况发生，我们以比 EBIT 更好的基础来计算倍数，那就是 EBITDA。它代表‘利息、税收、折旧和摊销之前的收益’。(是的，我知道在损益表中，从上至下，正确的顺序应该是 EBDAIT。但是我们习惯使用缩写词 EBITDA。）不论 Breathing Room 公司按照每年 2 500万美元还是 2 000 万美元进行折旧，它的 EBITDA 倍数都是一样的。”

$$\text{EBITDA 倍数}=\frac{\text{企业总价值}}{\text{净利润}+\text{所得税}+\text{利息费用}+\text{折旧}+\text{摊销}}$$

原折旧计划下：

$$\frac{\$\,666}{\$\,33+17.0+0.0+25.0}=\frac{\$\,666}{75}=8.88\text{ 倍}$$

减速折旧计划下：

$$\frac{\$\,666}{\$\,36.3+18.7+0.0+20.0}=\frac{\$\,666}{75}=8.88\text{ 倍}$$

如果我们计算 Deep Hock 公司的 EBITDA，并且运用相同的倍数 8.88，我们将得到正确的企业总价值 6.66 亿美元。这意味着，同时考虑资本结构和折旧政策影响后，数据获得了可比性。

$$\begin{aligned}\text{净利润}+\text{所得税}+\text{利息费用}+\text{折旧}+\text{摊销}&=\$\,28.6+14.7+6.7+25.0\\&=\$\,75.0\end{aligned}$$

$$\$\,75.0\times 8.88=\$\,666.0$$

“菲利普叔叔，总的来说，用 EBITDA 的倍数而不是净利润的倍数来计算企业总价值会更加明智。但是，最重要的问题是，如果你决定结束退休生活，开办另一家公司，你一定要雇用我作为你的财务咨询师。”

阿特利咧嘴笑道，“我想你应该活到老学到老，不断学习新的、更好的财务报表分析方法。”

8.2 EBITDA 在信用分析中的作用

阿特利和他的侄女之间的对话表明，净利润相同的类似公司，在企业总价值上会有很大的差异。同样的道理，具有相同的利息保障倍数的公司在违约风险上也会有实质性的差异。和评估企业价值一样，在信用分析中，EBITDA 能够区分用 EBIT 判断时看起来相似的公司。虚拟公司 Rock Solid 公司和 Hollowman 公司的情况如表 8-3 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

169 **表 8—3** **比较财务数据（2000 年 12 月 31 日）** 单位：百万美元

	Rock Solid 公司	Hollowman 公司
总负债	$ 950.0	$ 875.0
股东权益	750.0	675.0
总资本	1 700.0	1 550.0
销售	2 000.0	1 750.0
销售成本	1 600.0	1 400.0
折旧与摊销	75.0	30.0
销售费用、一般费用和管理费用	115.0	130.0
经营收益	210.0	190.0
利息费用	100.0	90.0
税前利润	110.0	100.0
抵免所得税	37.0	34.0
净利润	$ 73.0	$ 66.0

用传统的固定费用保障倍数（fixed charge coverage）（参见第 13 章）来衡量，两家公司看上去具有同等的风险，分别为 2.10 倍和 2.11 倍：

$$\text{固定费用保障倍数}=\frac{\text{净利润}+\text{所得税}+\text{利息费用}}{\text{利息费用}}$$

$$\text{Rock Solid 公司：}\frac{\$73.0+37.0+100.0}{\$100.00}=2.1\text{ 倍}$$

$$\text{Hollowman 公司：}\frac{\$66.0+34.0+90.0}{\$90.00}=2.11\text{ 倍}$$

（为了说明的方便，我们将这种衡量信用的标准称为基于 EBIT 的保障倍数。
170 注意，对某些公司来说，净利润、所得税和利息费用的总额并不等于 EBIT，还存在着一些影响因素，比如非经常性项目和少数股东权益，它们是税前收益的线下项目。）

碰巧的是，Hollowman 公司和 Rock Solid 公司的财务杠杆几乎完全相同，而财务杠杆是衡量信用风险的另外一个标准（在更加复杂的案例中，关于计算债务资本比的讨论，请参见第 13 章）。

$$\text{债务资本比}=\frac{\text{总负债}}{\text{总负债}+\text{权益}}$$

$$\text{Rock Solid 公司：}\frac{\$950.00}{\$950.0+750.0}=55.9\%$$

$$\text{Hollowman 公司：}\frac{\$875.00}{\$875.0+675.0}=56.5\%$$

按照这些标准可以判断，借款给 Hollowman 公司和借款给 Rock Solid 公司一样安全。但是，把 EBITDA 引入分析中后，就会发现，如果发生业务衰退时，Rock Solid 公司能够更好地保证其利息偿付。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本年度，Rock Solid 公司的毛利润——即销售收入减去商品销售成本
171 是 4 亿美元。假设受收入减少和利润率恶化的双重影响，毛利润下降了 40%，跌至 2.4 亿美元，但是其他的营业费用保持不变（见表 8—4）。这时，经营收益仅为 5 000 万美元，刚好是 1 亿美元利息费用的一半。固定费用保障倍数从之前计算的 2.10 倍降低至 0.50 倍。

表 8—4　　　　2001 年度损益表　　　　单位：百万美元

	Rock Solid 公司	Hollowman 公司
销售	$ 1 800.0	$ 1 575.0
销售成本	1 560.0	1 365.0
折旧与摊销	75.0	30.0
销售费用、一般费用和管理费用	115.0	130.0
经营收益	50.0	50.0
利息费用	100.0	90.0
税前利润	(50.0)	(40.0)
抵免所得税	(17.0)	(14.0)
净利润	$ (33.0)	$ (26.0)

Rock Solid 公司真的没能力支付其债务利息吗？答案是否定的，因为从收入中扣除的 7 500 万美元的折旧和摊销费用只是一个会计分录，并不是本年的现金支出。将这些非现金支出加回之后表明，公司有能力支付其债务利息，利息保障倍数为 1.25 倍：

$$\text{基于 EBITDA 的利息保障倍数}=\frac{\text{净利润}+\text{所得税}+\text{利息费用}+\text{折旧}+\text{摊销}}{\text{利息费用}}$$

$$=\frac{(\$33.0)+(17.0)+100.0+75.0}{100.0}$$

$$=1.25\text{ 倍}$$

相比之下，如表 8—4 所示，如果 Hollowman 公司的毛利润下降 40%，即使基于 EBITDA 来计算，其利息保障倍数也低于 1.0 倍：

$$\frac{(\$26.0)+(14.0)+90.0+30.0}{90.0}=0.89\text{ 倍}$$

与 Hollowman 公司相比，Rock Solid 公司在不能产生足够的现金来全额支付利息之前，它能够在更大程度上支撑毛利润的下跌。理由是 Rock Solid 公司的非现金折旧费用占总营业费用的比例较大——17.90 亿美元的 4.2%，而 Hollowman 公司是 15.60 亿美元的 1.9%（见表 8—3）。反过来，这种差异也表明，与 Hollowman 公司相比，Rock Solid 公司的业务更为资本密集型。对两家公司财务报表的进一步研究还可能会发现，Rock Solid 公司的总资产中有较大一部分集中在不动产、厂房和设备。

总之，对两家公司来说，以传统方法衡量的固定费用保障倍数是一样的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，它们不能偿付利息费用的可能性却存在着很大的差异。在分析中考虑EBITDA，使分析师能够将看起来具有相同信用风险的两家公司区别开来。这是EBITDA受到欢迎的第二个主要原因。而第一个原因是，在估计企业总
172 价值时，使用EBITDA能够使得采用不同折旧政策的两家公司具有可比性。

8.3 误用EBITDA

和其他许多财务比率一样，如果恰当地运用，EBITDA能够提供有价值的观点。但是，如果在错误的背景下应用，它将具有很大的误导性。在前面的案例中，可以很明显地看出存在误用的可能性。通过将折旧加回分子中，管理层可以强调（在这种情况下是合法的），虽然Rock Solid公司的经营收益只够支付2001年利息费用的一半，但是，公司产生的现金是支付利息所需现金的125%。借款人将注意力放在超过1倍的比率上，是可以在一定程度上获得安慰的。

杠杠收购的发起人总是不断地寻找廉价的资本，他们发现，借款人从大于1倍的保障倍数那里得到了安慰，但是，却忽略了得出这个倍数的方法。为了能最大限度地利用其影响力，发起人努力地将分析师的注意力，从传统的固定费用保障倍数转移到基于EBITDA的利息保障倍数。20世纪80年代，当时一些收购的负债太高，所以，即使在很好的年份，预测的EBIT也不能支付预测的利息费用，因此，成功转移投资者注意力会收益颇丰。发起人通过大肆宣传基于EBITDA的利息保障倍数超过了投资者心理关键值1倍，从而使投资者放心。同时，发起人的投资银行进一步鼓吹，那些关注于低于1倍的EBIT利息保障倍数的守旧者已经过时了，并且在他们的分析中认为，这种保守是不合理的。

实际上，计算利息保障倍数将折旧加回时，谨慎一点是明智的。支持以EBITDA为基础而不是以EBIT为基础的固定费用保障倍数的观点，有一个隐含的假设。那就是，只有在公司可以推迟较大比重的资本支出，而同时不损害其未来竞争能力时，把折旧加入到分子中才是合适的。

在一个完整的经营周期中，一般来说，公司现金流量表中报告的资本支出的数额，至少应该与损益表中显示的折旧费用是一样多的。公司必须对设备的物理损耗进行维修。更换废弃的设备也需要额外的支出。如果说资本支
173 出可能超过折旧，是因为公司需要扩充生产能力来满足增加的需求。资本支出可能超过折旧的另外一个原因是，由于通货膨胀的作用，新购置的设备可能比报废的设备价格要更高一些。

鉴于不断增加的对于更换设备和增加生产能力的需求，折旧所代表的现金流量并不能真正地用于支付利息，至少不是永久性的。但是，如果EBIT只是暂时地低于“I”（利息费用），那么，EBITDA中的“D”（折旧）是公司会计人员可以利用的一个安全值。在这种情况下，公司可以暂时减少它的资本支出，节约它的一部分折旧现金流用来支付利息，推迟一些基本的、但是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧急的设备购置和维修。如果利润的下降只是持续几个季度，那么，并不会给公司的经营活动带来持久性的危害。但是，如果公司常年在不动产、厂房和设备上最小化支出，那么，大部分公司将会丧失其竞争地位。在 20 世纪 80 年代，那些进行高度杠杆收购的发起人如果表示，公司能够长时期内在支付大大超过 EBIT 数额的利息费用的同时保持公司的健康发展，这种说法是很不可靠的。

一般情况下，面对这些反对的观点，发起人已经做好了回应的准备。他们宣称，在收购之前，管理层已经在厂房和设备上花费了过多的开支。目前已经卸任的首席执行官宣称，他们在代表性项目上花费了数亿美元的资金，但是这些项目并不具有很好的经济投资价值。实际上，他们的逻辑是，公司之前投资于低回报的投资项目是造成股票贬值的原因，而股票贬值使得公司容易被收购。因此，投资者如果发现收购之后公司的资本支出急剧地下降时，应该感到高兴而不是恐慌。一般来说，当发起人和 CEO 勾结在一起进行"管理者主导"（management-led）的收购时，上述理由将缺乏说服力。

20 世纪 80 年代的许多交易中，如果零息债券，而非传统的现金债券（支付利息）的增加产生了部分利息费用，则投资者可以放心一些。顺便解释一下，购买零息债券的投资者是在债券首次发行时，按照债券面值的较高折扣——比如 50%来购买债券。和定期获得利息收入不同，购买者通过债券价格的逐渐上升来获取投资的回报。在债券到期时，发行人必须按照 100%的债券面值来赎回债券。

通过在传统的负债中加入零息债券进行融资，LBO 的发起人能够形成这样的财务预测，即所有的利息都会按期支付，而同时公司也会进行足够的资本支出来保持公司的竞争力。一般而言，预测都会乐观地假设，偿付巨额负
174 债所需的资金可以通过出售资产的收入来筹集。发起人宣称，他们会通过出售一些他们认为是无关紧要的资产来获得大量现金。

从事后分析中可以发现，大多数 LBO 的发起人进行财务预测时，预测背后的假设都是非常不谨慎的。当然，发起人的观点也不是完全不能成立。至少，20 世纪 80 年代期间，进行杠杆收购的一些大型的、多元化的公司确实有一些应该取消的资本项目。一些过于庞大的企业集团也拥有大量的需要报废的资产。

然而，与 LBO 相关的债券违约①的余波，为那些对新的公司融资方式提出质疑的分析师提供了支持。毕竟，折旧不能作为利息支付的一个长期现金来源。这个道理不仅适用于 20 世纪 80 年代的高度杠杆性交易，而且，对于以后年度更为保守的资本性交易来说也是成立的。

① 杠杆收购的失败很大程度上是由于投机性债券发行人的违约风险提高所造成的，根据穆迪公司投资者服务部门的报道，违约风险从 1988 年的 3.5%上升至 1991 年的最高值 10.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.4 一种更加全面的现金流量计算方法

尽管用 EBITDA 衡量信用风险有一定的局限性，但是，在证券分析中已成为常用的工具。目前，许多从业者开始考虑与现金流量相似的一个比率，即经营现金流（operating cash flow，OCF）。从长期关于现金流和破产风险之间的实证研究结果来看，在分析师的心目中，EBITDA 和 OCF 之间具有很高的可替代性。

在 1966 年的一项很有影响的研究中①，威廉·H·比弗（William H. Beaver）检验了许多用来预测公司破产可能性的财务比率。在他所检验的比率中，关于现金流的定义在今天仍然被广泛地运用：

现金流量（根据 1996 年比弗的定义）＝净利润＋折旧、耗损和摊销

（损耗是指用于自然资源性资产的非现金费用，通常包含在折旧和摊销中，因此，使用缩写词 EBITDA，而不是 EBITDDA）。

比弗的研究发现，在他所检验的比率中，现金流占总负债的比率出现下降趋势时，是预测破产的一个最好指标，这也是与直觉相符的。从业者认为，

175 如果净利润下跌或者总负债增加，那么，破产风险可能会增加，而以上两种情况都会使现金流占总负债的比率下降。经验表明，相对于单独比较总负债和净利润而言，把折旧加入到分子中，会使分析师预测公司破产的能力有所提高。

注意，比弗对现金流的定义比 EBITDA 更加严格，因为他既没有在净利润中加回所得税，也没有加回利息费用。即便如此，债券分析师已经形成了一个惯例，就是用现金流（意味着 EBITDA）占总负债的百分比作为研究违约风险的唯一比率，这些都是以比弗 1966 年的研究②作为基础的。在这种情况下，从业者将其制度化了，但是，比弗从来都没有如此倡导过，并且，以后的经验也证明，这样做是存在致命缺陷的。

比弗并没有说，分析师应该唯一地依赖于现金流占总负债这个比率，他只是认为这个比率是预测破产的一个最好指标。他在研究中表明，其他一些学术研究者，通过将比率和多元（multivariate）分析相结合，已经尝试着建立具有更强预测能力的破产模型。在 1966 年，还没有人成功，但是，仅在两年之后，爱德华·I·奥尔特曼（Edward I. Altman）便引入了一个由 5 个比率组成的多元模型③（参见第 13 章）。奥尔特曼的 Z 计分（Z-score）和其他多元模型的发展表明，没有任何一个单一的财务比率能够准确地预测破产，而应该选择合适的比率组合。

① William H. Beaver, "Financial Ratios as Predictors of Failure," *Journal of Accounting Research* (Supplement 1966) pp. 71－111.

② Martin S. Fridson 在很大程度上促进了这个惯例的发展，EBITDA Is Not King. *Journal of Financial Statement Analysis*, 1998, (Spring): 59～62.

③ Edward I. Altman, "Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *Journal of Finance*, September 1968, pp. 589－609.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1968 年之后，就没有借口使用唯一的测量指标，即 EBITDA 占总负债的比率来减少破产的风险。然而，用单一指标衡量破产风险仍然是一个惯例。同样，经验研究表明，运用广泛采用的单一变量 EBITDA 利息偿付倍数进行借款公司的排序和评级，也是不合理的。

奇怪的是，有时，投资经理要求债券分析师按照公司的“真实信用风险”来排序，这与穆迪公司和标准普尔公司的评级不同。当问及这样做的原因时，投资经理回答，显而易见，“真实”的风险即指的是 EBITDA 利息偿付比率。显然，他们认为，和评级机构定量的和定性相结合的分析相比，现金流（按照他们的定义）占固定费用比率的单一指标能够更好地进行破产预测，他们认为这是不争的事实。然而，投资经理没有意识到，他们将信用分析退回到了 30 多年之前的水平。

和完全依赖于单一的基于 EBITDA 的比率一样，分析师天真地认为，他们能够简单地选定基于不同定义的收益，然后加回折旧，从而得到令人满意的现金流指标。但是，至少在 1975 年，当 W. T. Grant 公司申请破产时，我们就已经明白了，EBITDA 或者净利润加上折旧都不能准确地反映现金流量。
176 这个百货连锁商店的破产说明，依靠利润加上折旧的方法会导致分析师忽略营运资本需求很大的公司所存在的弊端。许多随后发生在零售业和服装业的失败案例都证明了上述观点。

在 W. T. Grant 公司提出破产请求时，它是美国最大的零售商。在公司走向破产的两年前，它仍然报告正的净利润（参见图 8—1）。另外，这个百

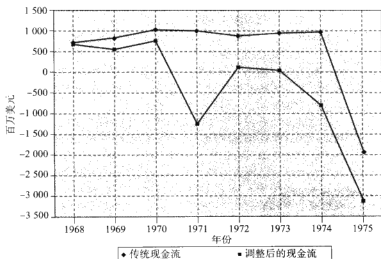


图 8—1　1967—1975 年 W. T. Grant 公司基于不同测量方法下的现金流

资料来源：Clyde P. Stickney and Paul R. Brown. *Financial Reporting and Statement Analysis: A Strategic Perspective*. Fourth Edition, Orlando, Florida: The Dryden Press, a subsidiary of Harcourt Brace & Company, pp. 106～123; James Largay. Cash flows, Ratio Analysis and the W. T. Grant Company Bankruptcy. *Financial Analysis Journal*, July-August 1980: pp. 51～55。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货连锁商店拥有正的、稳定的现金流（按照比弗的定义，净利润加上折旧）。因此，虽然在20世纪60年代末期至70年代初期，公司的净利润并没有增长，但是破产看起来还是很遥远的事情。在1973年，W. T. Grant公司的股票按照收益的20倍进行交易，表明投资者对于公司的未来有很强的信心。一直到1974年中期，董事会都持续进行分红，从而进一步增强了投资者的信心。

如果投资者不是仅关注于损益表上的现金来源（利润加上折旧）和现金
177 运用（利息和红利），他们就不会那么自信和乐观。还必须进行调查，来了解资产负债表上的存货和应收账款项目是否会影响现金流的增加。如果答案是肯定的，那么，接下来的一个很关键的问题就是，公司是否能够通过扩大应付账款来补充现金流。确认营运资本的变动能提高分析水平，FASB因此规定了一个更加全面的经营现金流的定义，财务会计准则公告第95号（SFAS 95）“现金流量表”定义：

经营现金流（按照1987年FASB的定义）＝净利润＋折旧
－营运资本需求变动

其中：

营运资本需求＝应收账款＋存货－应付账款

注意，这个定义关注的因素是营运资本，一般情况下，其与经营规模同比例增长。FASB的公式不考虑现金、有价证券和短期负债。

8.5 营运资本给现金流量分析增加了新的视角

将营运资本加入到现金流量分析中经常能够发现一些问题，而通过观察EBITDA或者净利润加上折旧的变化趋势时，这些问题可能并不很明显。事
178 实上，报告收益通常都要高于真实的经济利润，特别是当运用与存货或者应收账款有关的策略时。而幸运的是，这些操作都会留下无法掩饰的盈余操纵的证据。排除季节性变化的因素之后，经营业务所需的营运资本数量占公司销售额的比例应该维持在一个相对稳定的水平。因此，如果存货或者应收账款占销售额的比例显著地提高了，那么，即使管理层会给出一些正面的解释，分析师也应该对收益持怀疑态度。

例如，假设一家服装制造商在确定本季消费者喜爱的风格之前，就必须生产出服装。假定管理层错误地估计了流行趋势，公司目前持有的存货只能以低价出售。而如果销售这些过时的衣服会使制造商确认价值损失，所以，管理层可能会决定将商品作为已完工商品存货（finished goods inventory）来保管。尽管如此，会计理论规定，公司仍然应该通过商品减值来确认损失。但是，在实际中，管理层可能会说服它的审计师，使他们相信没有发生任何价值损失。毕竟，判断哪些是流行服饰是一个主观的过程。另外，管理层也可以解释说，留在仓库中的商品仅仅是因为订单暂时的下降所造成的。即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审计师相信了管理层的说法，也不会改变公司遭受经济损失的事实。因此，仅仅关注于 EBITDA 的分析师根本就不会察觉到公司的收益下降了，或者公司的现金来源可能会紧张。

与之不同，如果分析师关注的是包括营运资本、净利润和折旧的现金流量，那么，他们将会发现有些地方出问题了。如果本季的商品作为存货，而公司开始为下一季节生产服装，我们来观察营运资本的需求会发生何种变化。根据 FASB 95 的定义，由于新产品增加存货：

营运资本的需求＝应收账款＋存货－应付账款

存货增加，将导致营运资本的需求增加。按照 FASB 的定义，营运资本需求的增加会降低经营现金流。虽然净利润加上折旧稳定地提高了，但是，分析师却观察到了一个危险的信号。

同样的道理，应收账款的激增也会降低经营现金流。应收账款的增加暗示着两类潜在的问题。一方面，管理层可能会通过放宽对其现有客户的信用条款（credit terms）来努力提高销售额。特别是公司可能会"支持"财务紧张的企业，给予它们更多的时间来支付货款。如果是这样，和以前相比，应收账款的平均余额就会偏高。这将占用更多的现金，并且迫使公司承担之前由其客户所承担的融资成本。另一方面，应收账款的增加可能是由于对新的、信用状况不是很好的顾客提供了信用，而这些顾客的付款速度相对比较慢。为了反映这类顾客不能履约的可能性，公司应该增加其坏账准备（reserve for bad debts）。那么，本期的报告收益将会下降。然而，公司总是不去做它们应该做的事情，它们并不遵守良好的会计实务操作。如果他们不遵守规则，即使用包括营运资本需求的现金流量计算方法也不能发现公司可能存在的问题。

179 可以肯定的是，管理层会试图掩盖与存货或者应收账款相关的问题，他们通过提高营运资本的第三个组成部分——应付账款来达到这个目的。如果公司延长支付账单的时间，那么，由此带来的应付账款的增加可能会部分抵消资产的增加。对于分析师来说，幸运的是，公司在利用这项策略之前往往会三思而后行，因为这种做法会对公司的经营活动带来潜在的影响。供应商可能会认为公司付款速度的下降是其财务出现问题的一个标志，结果，对公司来说至关重要的商业信用将会丧失。

总之，在任何情况下，分析师都应该将经营现金流作为众多诊断工具之一。但是，不能完全依赖它，就像不应该将观察仅仅局限在追踪 EBITDA 的趋势上一样。如果一家公司开始扩大它的应付账款，那么，可以肯定的是，在第 13 章中将要详细介绍的其他比率（应收账款占销售收入比和存货占销售成本比）会发出危险的信号。还要注意，如果公司没有通过扩大应付账款或者减少现金支出来为增加的存货和应收账款进行融资，它就必须增加借款。相应的，债务资本比（参见第 13 章）的上升将进一步反映由经营现金流所导致的信用恶化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.6 小 结

总之，任何一种单一的测量方法都不可能反映公司的所有相关财务特征，对于这个道理虽然不断地重复，但投资者仍然继续寻找一种能放之四海而皆准的方法。他们认为，如果公司的价值不是净利润的直接函数，那么，问题肯定是因为净利润很大程度上受到了其他额外因素的影响，比如税率和财务杠杆。这又会把损益表提升至另一种测量方法，这种方法能在较为平等的水平上来研究不同的公司。正如美林证券（Merrill Lynch）投资战略分析师理查德·伯恩斯坦（Richard Bernstein）指出的那样[①]，经营收益比报告的利润稳定，EBIT 比经营收益稳定，而 EBITDA 又比 EBIT 更稳定一些。公司欢迎对业绩的分析转向不易变动的测量方法，因为投资者对稳定性的企业会赋予较高的市盈率倍数。这种趋势在 20 世纪 90 年代后期，即技术性股票繁荣的时期，得出了合乎逻辑的结论。投资者将注意力放在最高的、最稳定的数据上，运用股价收入比（price-sales ratio）来对股票进行估值（实际上，为了掩盖事实，一些公司转而讨论费用前收益，即 EBE）。

战略分析师伯恩斯坦发现，在试图过滤掉公司收益的内在波动性之后，投资者选择股票的有效性降低了。在一项跨越 1986 年至 2001 年 7 月的研究
180 中，他将各种股票组合的业绩进行了比较，一组以低市盈率作为标准，其余的分别以低的 EBITDA、现金流、账面价值和销售收入的倍数作为标准。在所有的投资策略中，传统的低 P/E 标准的股票组合的平均报酬率最高（16.7%）。以企业总价值[②]占 EBITDA 的低倍数为基础选择的股票组合，平均报酬率最低，即 12.3%。进行风险调整后，与将损益表提升至 EBITDA 的投资者相比，那些依靠损益表的最后一行，即净利润的投资者，同样获得了更好的投资效果。伯恩斯坦的研究也强调了这样一种信息，那就是除了寻找能够包含公司整体业绩的净利润之外，财务报表的分析师应该研究各种各样的测量方法来最大限度地掌握公司的业绩。

---

① Richard Bernstein, "An Analysis of Low EV/EBITDA," Merrill Lynch & Co., September 4, 2001.

② 企业总价值定义为：股权的市场资本价值＋长期负债＋短期负债＋优先股＋少数股东权益－（现金＋现金等价物）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章

审计和披露的可靠性

181 由于有迹象表明管理层可能存在非公正披露的情况便对财务报表进行审查，天真的观察员可能会认为这样做有些矫枉过正了。毕竟，许多规则都要求上市公司必须对影响公司证券价值的重大事件进行公开披露。此外，即使公司管理层有欺瞒的可能，投资者也有第二道防线，即审计师将对财务情况进行强制性年度审计。

有关审计的讨论准确地描述了该系统应该如何运作以保护财务报表使用者的利益。但是，正如很多其他情况一样，就依靠法律机制来保护股东和债权人来说，理论和现实之间总是存在着很大的差距。从某种意义上讲，由于害怕承担违法后果，公司管理层会谨慎行事。但是，在很多管理者的头脑中，扭曲法律是另外一回事。如果管理者的奖金取决于对经营成果的粉饰，那么他们通常会明确地选择这样做。

在企业的成功手册中，所谓“做好分内工作”(getting the job done) 必然包括与审计师就会计准则应用问题进行不断地沟通。从技术层面上来看，是由董事会聘请审计师事务所，但是为外部使用目的所进行的财务披露的细节问题却是与管理层进行沟通。在遵守专业准则（该准则对于大部分会计师来说是非常重要的）与担心失去顾客之间必然存在着矛盾。

从某种意义上来说，从合乎道德的角度，注册会计师不应该接受委托，但是在现实世界中，会计师事务所要想做到这一点还任重道远。在逐渐承担
182 管理职能的过程中，会计师开始接受大学会计教程中的明确规定与对这些规定应用的模糊界定之间的差异。因此，对一线审计师来说，一般只有在高级审计人员提出否定意见时，他们才会阻止公司管理层使用激进的会计处理方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层认为生活即是谈判，即使审计师提出反对意见，最终的结果也不一定是对公司财务业绩的真实反映。管理层甚至会扭曲财务结果。舞弊是对会计准则的公然侵犯，但审计师并不是总能揭示出来。出于对成本的考虑，审计师不可能检查每一项交易或每一个仓库来确认存货存在的真实性。因此，审计师依靠抽样（sampling）。如果他们刚好选错了样本，扭曲的数据将不会被发现。随机抽样旨在揭露舞弊，但是，绝顶聪明的欺诈者甚至可以影响审计师对样本的随机选择。

当数据出现不一致时，公司有时会归咎于过失，而不是故意误导财务报表的使用者。2001 年 4 月 16 日，美国国际联合电脑公司（Computer Associates International）披露截至 3 月 31 日的会计年度的每股经营收益为 0.40 美元。5 月 4 日，该公司将该数据调整为 0.16 美元。管理层解释，之所以出现不一致性，是由于印刷的错误。根据该公司的说法，某个员工在准备公告时抄错了一个数字。①

投资者对公司的披露持怀疑态度，因而应该能避免遭受损失。在 5 月 4 日宣布前不久，该公司的会计实务在发布会上便遭到了抨击。此外，有经验的分析师也认识到，公司并不总是像投资者合理预期的那样发展。以下赌场和消费家电企业的例子即说明了这一点。

9.1 巧妙地处理

1999 年 10 月 25 日，川普酒店与赌场公司（Trump Hotels & Casino Resorts）披露，不考虑与川普世界赌场酒店（Trump World's Fair Casino Hotel）破产相关的费用，第三季度的每股盈余较上年同期有所增长，从 0.24 美元提高到了 0.63 美元。而分析师一致预测每股盈余为 0.54 美元②，结果导致川普公司的股票从每股 4 美元上涨到 $4\frac{5}{16}$ 美元。同一天，该公司赌场之一的川普亚特兰大城（Trump Atlantic City）的债券也上涨了大约 1 个百分点，至 $84\frac{1}{4}$。

“1999 年，我们从三个方面努力。”首席执行官尼古拉斯·里比斯（Nicholas Ribis）在解释这一让业内分析师感到十分惊讶的利润增长时说，“第一，
183
在每一个经营实体提高我们的经营收益率；第二，降低我们的营销成本；第三，从非赌场经营业务中提高现金收入。我们已经在上述三个方面取得了积极成效。”③

公告中并没有提及导致第三季度收入和净利润增长的另一个重要原因。

---

① James Bandler, “Computer Associates Says Error Boosted Annual Earnings,” *Wall Street Journal*, May 7, 2001, p. 89.

② Jacqueline Doherty, “Fuzzy Numbers from Mr. Trump,” Barron's, November 1, 1999, p. MW16.

③ “Trump Hotels & Casino Resort Third Quarter Results,” *Business Wire*, October 25, 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司在随后季报的 10-Q 表中承认，该期间有 1 720 万美元的收入来自于破产的行星好莱坞餐厅（Planet Hollywood），其经营者放弃了对川普泰姬陵王牌赌场（Trump's Taj Mahal）的全星咖啡屋（All Star Café）的租赁。随着租赁的终止，一些资产及相关的改良和改造支出都变成了川普公司的不动产，它接管了餐厅的业务。一家独立的评估机构评估川普公司获得的资产价值为 1 720万美元。如果不考虑这个因素，公司的收入将同比下降，净利润也将低于、而不是高于分析师的预测。

《华尔街日报》称，川普公司 10 月 25 日的披露与季报 10-Q 表之间的差异使川普酒店与赌场公司"陷入了窘境"①。此外，时机也是不利的。事件发生时，管理层正在对投资者进行路演，目的是为了获得他们对发展新泽西州亚特兰大市的新休闲场所计划的支持。

对公司而言，更为糟糕的是，其隐瞒有用信息的做法容易被人所察觉。贝尔斯登公司（Bear，Stearns& Co.）的债券分析师山德尔（Shandell）注意到，川普公司在公告中神秘地报道了川普泰姬陵王牌赌场的大额收入。尽管新泽西州赌场管制委员会（New Jersey Casino Control Commission）披露泰姬陵王牌赌场的收入下降了 1 210 万美元，但是该单位的收入却较上年同期增加了 490 万美元。山德尔怀疑在这些数据中隐藏了其他大额的、未详细说明的项目，他的怀疑是正确的。490 万美元的增加与委员会披露的 1 210 万美元的减少之间的差额刚好等于后来披露的全星咖啡屋的 1 720 万美元的资产。如果川普公司 1999 年第三季度公告对川普泰姬陵王牌经营的披露与 1998 年同期公告一样详细，其将不会被要求披露这些数据的来源或支撑这些数据的依据。但是如表 9—1 所示，它并没有这样做。

184 **表 9—1　川普酒店与赌场公司的盈利公告中对川普泰姬陵王牌赌场的信息披露**

（截至 1998 年 9 月 30 日的 3 个月）　单位：千美元

收入		
赌场	$ 148 011	
赌博机数目	4 137	
每天每台赌博机收入	$ 277	
赌博机收入		$ 82 456
赌桌数目	157	
每日每台赌桌收入	$ 4 160	
赌桌收入	$ 60 087	
赌桌投注	$ 328 456	
收入比例		18.3%
扑克、基诺、赛马收入		$ 5 468
客房	$ 11 410	

① Binkley, "Trump Hotels," p. B12.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

入住客房数目	112 875	
平均房价		$ 101.09
客房入住率		98.2%
食物和饮料	$ 15 034	
其他	5 667	
促销折让		(18 018)
收入净额		$ 162 104
成本与费用		
游戏	83 711	
客房		3 752
食物与饮料	4 844	
一般费用及管理费用	23 785	
费用总额	116 092	
EBITDA*	$ 46 012	

注：* EBITDA 反映了赌场再投资开发管理局在折旧、利息、税收、(Casino Reinvestment Development Authority) 摊销和营业外收入之前的收益.

截止到 1999 年 9 月 30 日的 3 个月（单位：百万美元）	收入 $ 167.7
经营利润	41.4
EBITDA	51.0
EBITDA 率	30.4%

资料来源：Trump Hotels and Casino Resorts Press Releases dated October 7, 1998 and October 25, 1999.

川普公司对 1999 年第三季度盈利公告中的利润进行大刀阔斧的调减，是为了故意隐瞒收入增长仅来自于营业外事项的事实吗？不要听公司董事会主
185 席的解释。"这绝不是隐瞒，"里比斯坚持说，"当出现具体问题时，我们便会揭示出来。"[①] 他说当律师要求在进行新赌场路演之前发布第三季度利润时，全星咖啡馆的收入便完全消失了。里比斯还提到"只要获得有关会计处理的信息，我们便会与投资者和分析师进行沟通"[②]。

在季报披露之后，里比斯才阐明公司盈利增长的真实来源，因而并没有获得良好的声誉。这还不足以解释 7 个月以后川普酒店与赌场公司决定不再与里比斯续签 CEO 合同的原因。而更为相关的原因是，至 2000 年 5 月末的 12 个月内，川普公司的股票价格下降了 56%。然而，有一件事情是确定的。如果投资者完全依靠公司披露的信息，在盈利公告发布之后买入股票，那么

① Doherty, "Fuzzy Numbers," p. MW16.

② Steve Lohr, "Trump Hotels Settles Case Accusing It of Misleading Investors," *New York Times*, January 17, 2002, p. C4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们将会惹火上身。在分析师山德尔要求披露全星咖啡屋对第三季度财务数据的影响以后，股票价格骤然从 $4\frac{5}{16}$ 美元下降到 $3\frac{7}{8}$ 美元，而川普亚特兰大城的债券价格也由 $84\frac{1}{4}$ 美元下降到了 80 美元。2002 年 1 月 16 日，川普酒店与赌场公司接受证券交易委员会对其在本次事件中“肆无忌惮”误导投资者的处罚，但并没有明确接受或否认该委员会的调查结论。[1]

9.2 披露义务

几乎在川普酒店与赌场公司事件出现的同时，还有另一个与信息披露相关的案例。帕普雷娱乐有限公司（Park Place Entertainment）的首席执行官阿瑟·戈德伯格（Arthur Goldberg）于 1999 年 6 月入院。公司解释，这次住院的主要原因是呼吸道感染，但是已经开始谣传他得的是绝症。[2] 至戈德伯格 7 月 7 日出院时，该公司的股票下降了 6%。而同期构成芝加哥期权交易市场娱乐行业指数（Chicago Board Options Exchange Gaming Index）的 12 家公司平均上涨了 8%。

2000 年 9 月，帕普雷娱乐有限公司否认戈德伯格将于第二年卸任的报道。[3] 这位 58 岁的赌王当被问及健康问题时简单回应说：“这是正常的。随着年龄的增长，很多零部件都不管用了。”[4] 2000 年 10 月 19 日，戈德伯格死于骨髓衰竭的并发症——这肯定不是突发情况。

戈德伯格是帕普雷娱乐有限公司发展的驱动力，10 年内将破败的赌场经
186 营成为处于该行业主导地位的公司。股票市场对戈德伯格去世的反应非常强烈。[5] 股票在一开始下降之后，于当天最终以上涨四分之一点收盘。分析师将股票价格的反弹归功于戈德伯格成功地构建了强大的管理团队。投资者如果在戈德伯格住院期间相信公司所作的信息披露，而忽视有关绝症的传言，将不能充分利用影响股价且最终被证实的信息。

帕普雷娱乐有限公司也许会因为推迟披露戈德伯格健康问题而受到批评，但是至少它比类似情况下的太阳城行业公司（Sun City Industries）的披露要及时。1997 年 5 月 29 日，该食品服务分销商十分悲痛地宣布公司的首席执行官古斯塔夫·米金（Gustave Minkin）去世的消息。而此时，已经是米金去世的 4 天之后了。由于公司高管的人事变动通常会影响股票价值，因此，对于投资者来说，及时的披露是非常必要的。

---

① Adam Steinhauer, “Park Place CEO Goldberg Is Out of Hospital,” *Bloomberg News*, July 7, 2001.
② Jeannine DeFoe, “Park Place Taps Hilton Exec to Succeed Goldberg,” *Bloomberg News*, October 23, 2000.
③ Shawn Tully, “The New King of Casinos,” *Fortune*, September 18, 2000, p. 156.
④ Judy DeHaven, “What Now for Park Place?” *The Star-Ledger*, October 20, 2000, p. 53.
⑤ John A. Byrne, “Chainsaw,” *Business Week*, October 18, 1999, pp. 128–149.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.3 铁腕艾尔

显然，公司披露的信息并不是总能满足投资者对信息的合理需求。那么，财务报告使用者所依赖的外部审计师又该如何确保披露的信息与公认会计原则相一致呢？从 20 世纪 90 年代末尚斌有限公司（Sunbeam）的事件来看，信息披露的第二道防线也不总是可靠的。

很少有公司经理人具有艾伯特·邓拉普（Albert Dunlap）那样的影响力。1996 年 6 月，在他宣布担任尚斌有限公司主席和首席执行官的当天，该公司的股票飙升了 50%，尚斌有限公司是一家小型家电制造商。邓拉普的自传，《商业意义》（*mean business*），也成为畅销书，其有关领导力方面的演讲为每场次 10 万美元。① 另一方面，当公司董事会于 1998 年 6 月 13 日解雇他时，过去 4 年被他解雇的 18 000 名员工公开庆祝此事（削减成本的铁腕措施为他赢得“铁腕艾尔”（chainsaw Al）的昵称）。在新闻转播中听说父亲辞职了，被邓拉普疏远的儿子“大笑”，称对父亲的失败很开心。邓拉普的姐妹说“他罪有应得”②。

作为一名知名经理人，邓拉普决定提升尚斌有限公司的报告利润，于是复制了他早期在美国罐头有限公司（American Can）、丽丽郁金香有限公司

187 （Lilly Tulip）、皇冠齐勒拜奇有限公司（Crown Zellerbach）和史古脱纸业有限公司（Scott Paper）的成功做法。在这一过程中，他强硬地推动会计准则以获得他想要的数据。然而，不久后，对 1997 年财务报表的检查调整了巨额收入，而审计师之前已经认定其与公认会计原则相一致。

根据公司董事会雇用的会计师事务所的检查结果，该公司 1997 年利润虚增的来源之一是 1996 年过高的重组费用。（证券交易委员会随后宣布，大额费用核销已经产生了“甜饼罐”（cookie jar），邓拉普的管理团队随后将其转回以提高 1997 年的收益。③）。此外，尚斌有限公司调整了开单留置（bill-and-hold）计划确认销售收入的做法，使 1997 年的报告收益调减了 2 900 万美元。在开单留置计划下，允许公司先开单确认收入，而在晚一点的时候发货给消费者。例如，某分销商购买 400 万美元的电子毛毯（根据尚斌有限公司的收入科目），在支付每月百分之一的费用后，便可留置这些货物。④ 此外，沃尔玛公司订购了 1 000 万美元的电热毯，公司租用位于密西西比州哈蒂斯堡分销中心附近的一个仓库，将货物发送到该仓库中储存几周。⑤ 由无效销售导致的 3 600 万美元收益的追溯调减均是在这样的自由退货政策下产生的，其应该被

① John A. Byrne, “How Al Dunlap Self-Destructed,” *Business Week*, July 6, 1998, pp. 58-65.

② Jonarhan R. Laing, “SEC vs. Chainsaw Al,” *Barron's*, May 21, 2001, p. 13.

③ “…And Take the Chainsaw with You!” *Barron's*, June 22, 1998, p. 13.

④ Jonarhan R. Laing, “Dangerous Games: Did ‘Chainsaw Al’ Manufacture Sunbeam's Earning Last Year?” *Barron's*, June 8, 1998, p. 17.

⑤ Laing, “Dangerous Games,” p. 17.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看做是商品寄销（consignment），而不是符合公认会计原则规定的真正销售。

尽管以前在公司领域没有听过这样的事情，但是邓拉普将其发展到了一个新的水平。受铁腕艾尔的启发，在邓拉普被解雇前不久，乔纳森·莱恩（Jonathan Laing）在《巴伦周刊》（*Barron's*）发表的一篇文章中对会计实务进行了最为抒情的描述，他写到：

> 在邓拉普领导下的尚斌有限公司财务就像在高能量物理中演习，时间和空间开始融化和弯曲，它们简直就像是云室。当披露结果时，收入和成本像激烈反应的离子一样在损益表和资产负债表之间几乎无法觉察地往返，在季度末消逝以前它们的路径很长。[1]

董事会会计检查的整体结论调减了公司 1997 年披露的净利润的 65%，面对检查结论，邓拉普将整个事件解释为一系列的“技术性会计问题”[2]。但是，
188 对于投资者来说，初始披露数据的错误已经产生了很大的影响。1998 年 6 月 22 日，当《华尔街日报》报道证券交易委员会正在彻查尚斌有限公司的会计实务时，该公司股票下降了 22%，以 $8\frac{13}{16}$ 美元收盘，这发生在公司于 5 月 4 日从 53 美元的股价开始出现早期下跌之后。当时，是由于公司不能维持 1997 年人为创造的利润水平，并且报告了第一季度的亏损。不久，更坏的消息是该公司于 2001 年 2 月被诉讼破产。

1997 年的利润重述是在事实发生后很久才进行的，但是对于一些观察者来说，这些问题早就显而易见了。1998 年 3 月，即董事会命令对已经外部审计师审计的上一年财务状况进行再查之前的 3 个月，尚斌有限公司一位 26 岁的内部审计师对邓拉普团队的财务报告亮起了红牌。会计师事务所的前任会计师迪德拉·邓丹陶（Deidra DenDanto）在备忘录（董事会从来没有看过）中写到，将开单留置交易作为销售确认“在公认会计原则下显然是无效的”[3]。

即使不了解内幕信息，对基础财务报表的分析也能对报表提出质疑，而该质疑最终将被证明。在董事会授权检查的前一年，《巴伦周刊》的投稿人莱恩说[4]，1996 年由大量坏账和负债所形成的大额储备可能是为了提升未来利润。他进一步指出，9 000 万美元的存货减值（write-down）将增加公司 1997 年的盈利。此外，莱恩观察到，在坏账准备计提数较上年大幅增加后，尚斌有限公司可能通过转回坏账准备来增加 1997—1998 年的利润。他还指出，如果公司对不动产、厂房和设备及商标权（trademark）计提大额减值，则该公司 1997 年的折旧和摊销费用应该是下降的，而事实上却是上升的。这可能是由于尚斌有限公司将以前费用化的广告和产品开发费用进行了资本化，该行为虽然不违反公认会计原则的规定，但是被认为是过于激进的。最后，莱恩

---

① Laing, "Dangerous Games," p. 17.

② Martha Brannigan, "Sunbeam Slashes Its 1997 Earning in Restatement," *Wall Street Journal*, October 21, 1998, p. B6.

③ Byrne, "Chainsaw" p. 142.

④ Jonarhan R. Laing, "High Noon at Sunbeam," *Barron's*, June 16, 1997, p. 29.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，1997 年第一季度销售收入 13%的增长已经使新闻界开始怀疑尚斌有限公司可能存在“塞货”（参见第 6 章的“扩展销售渠道”）。

公司内部和外部均对财务报表深感怀疑，而审计师为什么没有查出邓拉普所设计的激进披露事实呢？零部件销售的故事能帮助我们深入地了解这个问题。尚斌有限公司在 EPI 打印机公司（EPI Printers）的仓库中储存了用于
189 修理电器的零部件。1997 年末，邓拉普的同事计划以 1 100 万美元的价格将这些零部件销售给 EPI 打印机公司，预计利润为 800 万美元。而 EPI 打印机公司认为这些零件只值 200 万美元，正当犹豫之时，该公司给予 EPI 打印机公司在第二年放弃交易的选择权，引诱其签订支付 1 100 万美元的“同意协议”。因而，在目前的协议下，该公司产生了 800 万美元的利润。当负责该公司审计的会计师事务所合伙人提出反对意见，指出公认会计原则不允许这种交易时，邓拉普的下属开始着手协商。他们最终同意将报告利润调减 200 万美元，而余下的数值该合伙人认为是不重要的。最后，尽管存在一系列乱七八糟的事项，但审计师还是对尚斌有限公司 1997 年的报表给出了无保留意见（clean opinion）。①

使零部件事件引起大众注意的记者弗洛伊德·诺里斯（Floyd Norris）在 2001 年尚斌有限公司破产之后又揭示了一个更加令人震撼的事件。②《纽约时报》评论员发现，作为 Nitec 公司的主席，艾伯特·邓拉普于 1976 年 8 月曾被公司解聘，该公司是位于纽约尼亚加拉大瀑布的一家造纸厂。据报道，邓拉普的管理风格是这次事件的主要原因。之后不久，该公司的审计师指出公司的实际情况与预计情况相去甚远，其预计截至 1976 年 9 月 30 日的会计年度利润约为 500 万美元，而实际上公司却亏损了 550 万美元。

当 Nitec 公司取消回购邓拉普所持有的公司股票时，邓拉普提起了诉讼，并被 Nitec 公司及时提出反诉，认为公司发生了舞弊。依据诺里斯所述，审计师从国家档案馆（National Archives）获得的法院有关记录中，发现了虚列销售收入、高估存货与现金和不确认费用的证据。作为 Nitec 公司的前任财务副总（financial vice-presedent）和控告邓拉普的主要证人，艾伯特·爱德华兹（Albert J. Edwards），证实邓拉普曾经命令进行财务报告造假来获得目标利润。

铁腕艾尔称爱德华兹的证词为“一派胡言”。确实，在早期证词中，证人否认他在财务报告造假中发挥了任何作用。邓拉普也提出 Nitec 公司的所有者正在努力地降低利润以降低股票回购（stock repurchase）协议下对他的支付额。

无论事实如何，邓拉普在自传中对有关 Nitec 公司的事情只字未提。尽管诺里斯使用电子检索服务发现了邓拉普曾在 Nitec 公司任职的信息，但是与尚

① Floyd Norris, "They Noticed the Fraud but Figured It Was Not Important," *New York Times*, May 18, 2001, p. C1.

② Floyd Norris, "An Executive's Missing Years: Papering Over Past Problems," *New York Times*, July 16, 2001, p. A1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斌有限公司雇用铁腕艾尔保持联系的猎头公司却没有发现他简历中的缺陷。如果进行了更为深入的调查，尚斌有限公司的董事会对首席执行官的雇用应该会三思而后行。

9.4 审计障碍

190 尚斌公司事件可能会使读者质疑审计质量的可信度问题，这是明智的。大量证据表明，公司经理人倾向于要求审计师尽可能地粉饰财务数据。以下案例说明了该问题的重要性。

● 在对 1993 年第四季度的财务结果进行二次重述后，伍尔沃斯公司（Woolworth）由外部董事特别委员会（a special committee of outside directors）发起了内部调查（internal investigation）。该委员会的报告引用了公司审计师的说法，认为该零售企业的管理层再次推动他们披露"另一个漂亮的季报"。一些员工告诉委员会，在每个期间披露利润而不管多少，都是公司的"传统"。伍尔沃兹加拿大公司的前任会计主管说，为了追求这一目标，他被指使编造与实际情况不符的 1993 年上半年公司总部的财务数据。为抵消影响，他补充道，在管理层的指示下，他披露了低于实际情况的下半年业绩。[①] 该委员会的结论是，"高级管理层没有创造出这样的环境，能使所有层级的员工都清楚披露错误的财务数据是不能容忍的"[②]。相反，委员会发现，有能力和责任感的财务人员显然认为这些行为是可以接受的。

● 1997 年，国家汽车信贷公司（National Auto Credit）的审计师提醒董事会公司的内部会计控制（internal accounting control）存在缺陷。该财务公司之前曾将汽车租赁业务的销售利润被迫下调了 900 万美元，据称，现在该公司纠正了该错误做法。但是，不久，审计师从公司在职或离职员工那里了解的信息使得其对财务报表的有效性产生了怀疑。审计师认为管理层不值得信任，并提出了辞职。由国家汽车信贷公司外部董事组成的委员会调查发现，审计师对管理层的不信任是有"大量有效证据"支持的。[③] 该委员会建议董事会对公司高级管理层暂时停职，建议主席和大股东山姆·弗兰科诺（Sam J. Frankino）将股票进行委托投票。作为回应，弗兰科诺任命了两名新董事，一起投票反对专业委员会的报告。在他们的抵制之下，外部董事辞职了。

191 ● 1989 年，加利福尼亚微型设备公司（California Micro Device）的审计师写到"关键内部控制环节薄弱"，并且强烈要求该电脑芯片制造商替换首席财务官斯蒂文·J·亨克（Steven J. Henke）。作为回应，公司将亨克调整到了出纳岗位。后来，亨克在刑事审判时承认他的简历与实际情况不符，他的主

① Stephanie Strom, "Woolworth' s Treasurer Blew Whistle," *New York Times*, May 20, 1994, p. D4.

② Patrick M. Reilly, "Woolworth Executives Faulted in Probe, but Lavin Reinstated as Chief Executive," *Wall Street Journal*, May 19, 1994, pp. A3, A6.

③ Floyd Norris, "Sometimes, Safeguard Protect Nobody," *New York Times*, March 22, 1998, p. Sec. 3, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

修专业不是会计，而是仅学习过一门课程，并且成绩为D。1990年，一家新的会计师事务所接手该公司的审计业务，与一般要求董事会审计委员会由外部董事组成不同，审计师认为主席陈·德赛古达（Chan Desaigoudar）也应该是审计委员会成员，他拥有45.7%的公司股票。1994年8月4日，加利福尼亚微型设备公司在核销将近一半的应收账款后，股票价格下降了40%。在随后的一个月，审计师给加利福尼亚微型设备公司的财务报告出具了无保留意见的审计报告，但是，不久便发现审计师没有揭示其中的重大会计舞弊。内部调查发现，1994年收入中的三分之一是伪造的。根据参与查弊并接任主席的外部董事韦德·梅耶科德（Wade Meyercord）所述，财务造假包括向虚拟公司销售根本不存在商品的虚假销售收入。加利福尼亚微型设备公司的一名员工证实，外部审计师安排"刚出校门"的没有经验的员工来进行审计工作。有一个审计人员问了一个有关记账的简单问题，成为加利福尼亚微型设备公司会计室的笑话。他们还模仿卡通人物艾摩尔·福德（Elmer Fudd）的口音，互相问"wevenue是什么?"①

在理论上，董事会审计委员会是财务报告的一道额外防线。但是，它却不是总能保证财务报表的真实性。在对1987—1997年间财务弊案的研究中，证券交易委员会发现很多公司的审计委员会每年仅召开一次会议。一些公司还没有审计委员会。近年来，证券交易委员会开始要求审计委员会成员必须具备"财务知识"。这显然是一个标准，所以没必要制定具体的规则，但是读者应该记住O·J·辛普森（O. J. Simpson）就曾在无限广播公司（Infinity Broadcasting Corporation）的审计委员会任职。②

9.5 小 结

如果本章的几个案例只是个别事件，不具有代表性，那么应该说，在大
192 多数情况下，对公司披露的相关要求及外部审计的联合作用还是可以确保财务报表具有较高的可靠性。使用者对报表进行深入分析就显得多此一举了。然而，很多公司要么信息披露不足，要么在披露方式上不老实。通常，审计师并不制定法律（或者公认会计原则），而是与管理层不断沟通，直到公司满足最起码的要求。如果审计师采取更为强硬的措施，可能也不会给投资者提供更多的信息，而只能是将审计合同拱手让给另一家具有更为宽松政策的会计师事务所。财务报告的理论与现实之间存在着差距，财务报表的使用者必须对数据进行详细审查，以更好地保障自己的利益。

---

① Elizabeth MacDonald, "Auditors Miss a Fraud and SEC Tries to Put Them out of Business," *Wall Street Journal*, November 6, 2000, pp. A1, A8.

② Jeanne Patterson and Nell Minow, " Blame Directors for Accounting Practices, Managing Earning," *Pensions & Investments*, May 28, 2001, p. 12.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章

并购会计

193 对并购的会计处理方法的选择不会影响合并公司随后的竞争实力或产生现金流的能力。但是，随意的会计选择却会对报告收益产生较大的影响。因而，有关并购的争论已经演变成高层次的政治问题。

2000年9月，民主党（Democratic）副主席候选人约瑟夫·利伯曼（Joseph Lieberman）坚持使用长期以来充满争议的权益结合法（pooling-of-interests accounting）。他与另外12位美国参议员一起建议财务会计准则委员会在充分考虑所有方案后再做决定。①

同年3月14日，思科系统公司主席约翰·钱伯斯（John Chambers）向共和党众议院和参议院的竞选委员会捐赠了10万美元。第二天，弗吉尼亚州的国会参议员汤姆·戴维斯（Tom Davis）和共和党众议院商业委员会（Republicans' House Commerce Committee）主席托马斯·比利雷（Thomas Bliley）写信给财务会计准则委员会主席埃德蒙德·詹金斯（Edmund Jenkins），要求推迟权益结合法的禁令。钱伯斯的公司是权益结合法的积极推广者，他坚持认为捐赠和写信的时间只是巧合。② 他说，"我正在写信根本不知道此事。"③ 钱伯斯指出，在捐赠之事报道前的几个星期他就已经签了支票

① Reed Abelson, "Market Place: A Candidate Weighs in on an Accounting Rule Change," *New York Times*, October 17, 2000, p. C16.

② 参见 Abraham J. Briloff, " Pooling and Fooling: A Critic Draws a Bead on Cisco's Accounting Policies," *Barron's*, October 23, 2000, pp. 26–29.

③ Greg Hitt, "Cisco's Chambers Revs Up Political-Contribution Engine," *Wall Street Journal*, June 8, 2000, p. A26.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用，而戴维斯也说，在写信给詹金斯之前，他就一直代表自己的党派坚持使用权益结合法。

10.1 权益结合法

194 政治捐献可能是也可能不是让两党领导人都积极游说使用权益结合法的动力。但是，毫无疑问，这些看似深奥的问题已经引起了高层的关注。表10—1将通过详细描述A公司收购B公司不同的会计处理方法来解释其中的原因。

在购买法（purchase accounting）下，合并公司的资产负债表等于主并公司资产的账面价值（历史成本减累计折旧）加上被并公司资产的公允市场价值。对于B公司来说，公允市场价值比账面价值高出198 750美元，等于A公司支付价格（5 000股×88美元/每股＝44万美元）与B公司股东权益（25万美元）的差额加上递延所得税负债8 750美元（25 000美元的35%）。审计师将198 750美元其中的25 000美元分摊至可折旧（有形）资产，使固定资产由25万美元增加到27.5万美元。余下的173 750美元为商誉无形资产，其必须在不超过40年的期限内摊销。

表10—1 A公司收购B公司的会计处理

	历史成本		B公司当前的市场价值	A公司和B公司在并购日的合并数	
	A	B		购买法	权益结合法
资产负债表					
资产					
流动资产	$1 500 000	$450 000	$450 000	$1 950 000	$1 950 000
不动产、厂房和设备，以及扣除累计折旧后的净额	1 700 000	250 000	275 000	1 975 000	1 950 000
商誉			173 750	173 750	
总资产	$3 200 000	$700 000	$898 750	$4 098 750	$3 900 000
负债					
流动负债	$1 300 000	$450 000	$450 000	$1 750 000	$1 750 000
递延所得税负债			8 750	8 750	
股东权益	1 9000 000	250 000	440 000	2 340 000	2 150 000
负债与股东权益合计	$3 200 000	$700 000	$898 750	$4 098 750	$3 900 000
损益表					
并购前税前收益	$600 000	$90 000	$690 000	$690 000	
并购带来的成本节约				50 000	50 000
考虑成本节约后的收益				740 000	740 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	历史成本		B公司当前市场价值	A公司和B公司在并购日的合并数	
	A	B		购买法	权益结合法
额外的折旧费用				5 000	
所得税纳税基础	$ 600 000	$ 90 000	$ 735 000	$ 740 000	
所得税费用	210 000	31 500	257 250	259 000	
商誉摊销	4 344				
净利润	$ 390 000	$ 58 500	$ 473 406	$ 481 000	
流通在外的普通股股数	100 000	20 000	105 000	105 000	
每股收益	$ 3.90	$ 2.93	$ 4.51	$ 4.58	
每股市价	$ 88.00	$ 22.00	A公司发行5 000股股票支付给B公司股东		
税率 35%					
折旧方法：直线法					
会计资产使用年限：	5 年				
商誉摊销年限：	40 年				
市盈率	23	8			

资料来源：Clyde P. Stickney, Financial Reporting and Statement Analysis: A Strategic Perspective, Third Edition, The Dryden Press, a subsidiary of Harcourt Brace & Company, (1996) p. 371.

在本例中，假设合并公司按最长允许期限来摊销新产生的商誉，由此产生的费用为每年 4 344 美元。商誉的摊销不发生现金支出，也不通过节税产生现金，因为它不是税法可抵扣费用。但是，同 B 公司 2.5 万美元有形资产的年折旧额（按 5 年折旧）5 000 美元一样，摊销也会减少报告利润。因此，合并公司并购后第一年的税前利润为 74 万美元（A 公司的 60 万美元＋B 公司的 9 万美元＋并购业务带来的成本节约 5 万美元），减去新增折旧 5 000 美元（税前）和商誉摊销 4 344 美元（税后）。

相反，在权益结合法下，合并公司的资产负债表等于 A 公司和 B 公司的资产账面价值之和。没有高出 B 公司账面价值的余额分摊至有形资产或商誉，因此，也就没有新的折旧和摊销产生。合并公司的税前利润 74 万美元只需扣除所得税。由此产生的净利润 48.1 万美元大于购买法下的 473 406 美元。

在本例中，从现金流的角度看，购买法对投资者更为有利。假设营运资本（working capital）账户的变化在两种方法下是相同的，用净利润＋折旧＋摊销来计算现金流（不动产、厂房和设备每年以 20%折旧）。在购买法下，现金流等于 473 406 美元＋390 000 美元＋5 000 美元＋4 344 美元＝872 750 美元。而权益结合法下的现金流等于 481 000 美元＋390 000 美元＝871 000 美元。差额为在购买法下额外折旧费用的税收节约：5 000 美元×35%＝1 750

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。

196 在财务会计准则委员会 2001 年废除权益结合法前，尽管购买法对现金流的影响更为有利或者是无差异的（如果购买价格高于股东权益的余额没有分摊至有形资产，那么就会出现无差异的情况），但公司通常会使并购交易符合权益结合法的标准。可能管理人员认为通过最大化净利润和如表 10—1 所示的每股收益，股东可以获得最高的股价。或者，他们是为了自己的绩效奖金（performance bonus）而不是股价的最大化。以前，管理人员的绩效奖金是与报告利润相挂钩的。

在利伯曼参议员（Lieberman）和其他政客要求财务会计准则委员会放慢废除权益结合法的步伐前，滥用权益结合法的问题已经由来已久。在外行人的眼中，权益结合法适用于相似公司的并购交易。而实际上，根据《APB 会计意见》（APB Accounting Opinion）第 16 条“企业合并”（business combinations）（1970）大鱼吃小鱼的并购交易也使用权益结合法。如本章后面所述，法维翰咨询公司（Navigant Consulting）进行的一些并购适用于权益结合法，而这些并购相对于法维翰咨询公司来说未达到重要性水平，因而在财务报告中不需要披露这些事项。

2001 年 1 月 24 日，长期以来的争论终于得以折中解决。财务会计准则委员会官方废除了权益结合法。同时，作为补偿，财务会计准则委员会豁免了 2001 年 6 月 30 日后并购产生的商誉进行摊销的要求。从 2001 年 12 月 15 日后的会计年度开始，公司也不需要继续摊销现存的商誉。

自此，不需要对商誉进行强制性摊销而降低了净利润，这也是公司一直反对使用购买法的主要原因。例如，思科系统公司会计主管丹尼斯・鲍威尔（Dennis Powell）对此非常满意，他说，“显然，财务会计准则委员会倾听并且考虑了公众和财经界的广泛意见，使购买法更加有效和合乎实际。”①

不过，新准则要求公司每年对商誉的账面价值进行减值测试（impairment test），价值损失需通过部分或全部核销来进行确认。但是，确定减值是否发生必须基于大量的判断。

值得注意的是，华尔街证券分析师曾推荐了一些将从财务会计准则委员会
197 决策中获益的股票。分析师指出，报告利润将会由于不再进行商誉摊销而提高。而财务报告的变化不可能提高公司的经济利润，其观点应该是讲不通的。但是，分析师坚持股票会上涨，他们认为投资者不能理解商誉是非现金费用。

而摩根士丹利公司（Morgan Stanley）的董事特雷沃・J・哈里斯（Trevor J. Harris）强烈反对财务报告的变化可以提高股价的观点。哈里斯也是哥伦比亚商学院的兼职教授，他说，“这毫无经济意义，不会对价格产生长期影响。”②

① Jonathan Weil, “FASB Backs Down on Goodwill-Accounting Rules,” *Wall Street Journal*, December 7, 2000, pp. A1, A6.

② Jonathan Weil, “Goodwill Hunting: Accounting Change May Lift Profits, but Stock Prices May Not Follow Suit,” *Wall Street Journal*, January 25, 2001, pp. C1－C2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佩珀代因大学的会计系教授迈克尔·戴维斯（Michael Davis）补充到，从20世纪60年代到90年代间大约有10篇对该事项的学术研究。这些研究发现，通过权益结合法产生的较高的报告利润不会使得主并公司的股票价格比购买法下更高。[①] 但是，经验证据往往不能指导分析师的实践。印第安纳大学凯利商学院的会计系助理教授帕特里克·霍普金斯（Patrick E. Hopkins）进行了一项实验，在该实验中，他向货币管理组织（money management organizations）的113位分析师提供了公司财务报告的3个版本，唯一的差别在于一个版本中使用权益结合法而其他两个没有。仅依据会计处理方法的差异，分析师赋予没有使用权益结合法的公司股票以更高的价值。[②]

10.2 使并购后报告收益最大化

在使用权益结合法时期，高科技公司常用的提高利润的方法是核销被并公司正在发生的研发费用（research and development，R&D）。通过从一开始并购价格中就不包含该部分，主并方能避免商誉摊销对未来利润造成影响。证券交易委员会要求公司重述利润，并且限制在未来使用该方法。而这并不能限制管理人员使用其他与并购相关的操作。

企业集团泰科国际（Tyco International）在1998年对美国手术医疗器械公司（United States Surgical）的并购中巧妙地粉饰了并购后的业绩。在结束
198 与泰科国际的交易之前，被并方核销了1.9亿美元，降低了未来的折旧费用，因而增加了未来收益。但是，美国手术医疗器械公司在核销之后不再编制财务报表。因此，资产价值的减少从来没有向投资者披露过。卖空者詹姆斯·夏诺斯（James Chanos）使《纽约时报》评论员弗洛伊德·诺里斯（Floyd Norris）开始关注这件事情，之后，泰科国际的首席财务官提供了比向证券交易委员会申报文件中更为详细的资料。诺里斯认为，没有披露的核销提高了被并公司的经营业绩，对泰科国际的声誉将产生重大影响。[③]

10.3 并购日

尽管权益结合法已经被废除了，但并购会计仍然是分析师非常关注的领域。公司不断研究利用会计准则可供自由选择的空间，而使并购后的报告利润最大化仍然是其主要目标。

---

① Michael Davis, "Roiling the Waters: Why the Case for Pooling-of-Interests Accounting Is All Wet," *Barron's*, October 23, 2000, p. 17.

② Bill Alpert, "The Numbers Game," *Barron's*, September 11, 2000, pp. 22, 24.

③ Floyd Norris, "At Tyco, Accounting 'Baths' Begin before the Deals Close," *New York Times*, October 29, 1999, p. C1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，与并购相关的一种策略是，在公认会计原则认可的前提下，选择满足财务报告需要，而不是交易的实际发生日期作为并购日。通常，公司利用其来简化月末或季末的结账。例如，如果收购协议（acquisitioin agreement）于5月27日完成，主并方将于5月31日开始报告被并公司的财务情况。

1999年，法维翰咨询公司（Navigant Consulting）（其前身是梅茨勒集团（Metzler Group），与旅游管理公司法维翰国际公司没有关系）非常激进地利用了并购日的自由选择权。公司于9月中旬收购了五角咨询服务公司（Penta Advisory Services），但是将7月1日作为并购日。根据购买法下的相关规定，从并购日起，法维翰咨询公司便可以合并五角咨询服务公司的收入。因此，虽然五角咨询服务公司是在该季度末被并入的，但法维翰咨询公司的收入却在整个第三季度大幅提升。

当然，该数额很小。五角咨询服务公司连续12个月的收入在500万美元～600万美元之间，而法维翰咨询公司1998年的销售收入为3.48亿美元。但是美林证券的分析师撒切尔·汤普森（Thatcher Thompson）认为管理层有意将并购日提前了两个半月。他认为，这是他在同等情况下看到的最激进的处理方法。①

199 尽管当时法维翰咨询公司在美国《福布斯》最佳小公司排名中位列第三，但是，除汤普森外，还有一些人也对公司的并购会计处理方法提出了质疑。他们主要关注管理层对并购重要性标准的利用方面，其后对标准的界定更加严格了。依据证券交易委员会的规定，对于规模相对较小的被并公司，公司不需要重述前期的财务报表以反映被并公司的收入和利润。从1996年上市以来，通过一系列中等规模的并购，法维翰咨询公司快速发展。单独来看，根据公认会计原则规定，被收购咨询公司未达到重要性水平，但是从整体上看，它们对公司的财务结果却有着重大的影响。

《巴伦周刊》的评论员巴里·亨德森（Barry Henderson）通过逐季分析流通股股数的增加情况，估计法维翰咨询公司1998年后三个季度通过并购取得的收入。② 他在扣除为管理层行使股票期权发行的股数后来估计为收购而发行的股票数。该数值乘以股票价格便得出该季度支付的收购对价（谨慎起见，他使用了该时期最低的股票价格）。然后，亨德森将估计的收购对价除以2.2，即得出1998年第二季度到第四季度间“非重大”被并公司所产生收入的合理估计值。其中，2.2是法维翰咨询公司一般支付给被并公司连续12个月收入的倍数。如果要求法维翰咨询公司重述1998年第一季度的财务，亨德森说收入将是0.83亿～0.84亿美元，而不是披露的0.79亿美元。这将使1999年第一季度的收入同比增长率由证券分析师普遍认为的22%下降到大约16%。

---

① Thatcher Thompson, “Navigant: Downgrading NCI Shares,” Merrill Lynch & Co. Research Comment, November 5, 1999.

② Barry Henderson, “Number Theory: Navigant's Growth Rate May Not Be What It Seems,” *Barron's*, October 25, 1999, pp. 24.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果，投资者理智地对法维翰咨询公司有关并购的会计处理作出了反应。11 月 22 日，迫于法维翰咨询公司股票价格下降 48%的压力，主席和首席执行官罗伯特・P・马希尔（Robert P. Maher）提出了辞职。公司董事会披露，马希尔和另外两位高管涉嫌“不正当”股票交易。

马希尔于 1999 年 8 月从公司借款 1 000 万美元，称用于房地产投资（real estate investment）。[①] 随后，法维翰咨询公司的董事会发现，他实际上是将钱给了公司发展部副总经理斯蒂芬・德纳里（Stephen Denari）。德纳里曾借入类似金额，在法维翰咨询公司以支付股票的方式收购一家公司时，以 28.39
200 美元[②]的价格从被并公司前所有者手中购入了法维翰咨询公司的股票。此后不久，法维翰咨询公司聘请财务咨询进行战略研究，包括可能出售被并公司，股价上涨到了 54.25 美元。[③]

除导致 CEO 辞职外，这些做法也影响到法维翰咨询公司 1999 年第一季度的 4 次并购，公司利用权益结合法进行会计处理。根据 APB 第 16 号意见书的规定，使用权益结合法要求在合并过程中不应该存在有利于部分股东的有计划交易。例如，不能用并购中发行的股票给债务提供担保，这样做就否定了证券交易中的风险转移。股票回购和特殊股利分配同样也是不允许的。在经董事会特别委员会审核后，法维翰咨询公司的审计师将之前的权益结合法重分类为购买法。追溯调整（retroactive change）调减了公司 1999 年前三个季度经营收益的 34%，反映了购买法下要求的商誉摊销。

10.4 小　结

随着权益结合法的废除，毫无疑问，公司将会转向其他扭曲并购交易实质的新方法。法维翰咨询公司确定交易日期的激进做法只不过是财务主管进行数字游戏的一个例子。监管者可以加强对可能被滥用的规则的界定，例如重要性标准，但是公司管理人员往往是道高一尺，魔高一丈。了解管理人员的思维过程将有助于分析师更好地研究并购领域惯用的伎俩。

---

① Barry Henderson, “Follow the Money,” *Barron's*, November 29, 1999, pp. 15 - 17.

② James P. Miller, “Navigant CEO Resigns, Two Officials Are Fired over Stock-Purchase Deals,” *Wall Street Journal*, November 23, 1999, p. A4.

③ 一个月后，法维翰咨询公司宣布将不出售被并公司，股价又回到 41.44 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章

养老金收益

201 1999 年，IBM 公司披露的经营收益为 119.27 亿美元，其中的 7.99 亿美元或收益的 6.7%与电脑销售无直接关系，是公司在养老金计划上的投资回报。

财务会计准则公告第 87 号《养老金会计》（Accounting for Pensions）规定，养老金计划下投资组合的投资收益计入公司的经营收益。管理人员可以选择将养老金净收益（成本）中的全部或一部分计入存货，然后通过产品销售成本转出。也可以通过冲减销售费用、一般费用及管理费用来确认与养老金相关的收益。

如表 11—1 所示，IBM 公司 1999 年的损益表中没有单独反映养老金收益，表内标注了一些财务报表附注（K，P，Q，S，T），但是没有附注 W（“退休计划”）。并且，IBM 公司在 1999 年的管理层讨论中也没有提及与养老金相关收益的影响。为确定公司 7.99 亿美元养老金计划对收益的影响，分析师必须获取附注 W 中的信息，其表明美国及美国以外地区的期间养老金净收益（net periodic pension benefit）分别为 6.38 亿美元和 1.61 亿美元。

相比之下，通用电气公司在 1999 年年报的管理层讨论中明确说明了与养老金相关的收益，其与经营收益之比（4.1%）较 IBM 公司要略低。[1]

由于通用电气公司养老金计划（参见附注 5）和其他福利计划（参见附注 6）的资金充足情况，主要的退休福利计划使公司 1999 年和 1998 年的成

① Gretchen Morgenson. What's Hiding in Big Blue's Small Print. New York Times，2000-06-04（Sec 3，1）。Morgenson 注意到 IBM 公司和通用电气公司年报的相反部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本分别降低了 10.62 亿美元和 7.03 亿美元。①

202 **表 11—1** **损益表**

国际商业机器公司（IBM）及其子公司

单位：百万美元

	附注	截止 12 月 31 日的会计年度	
		1999	1998
收入			
硬件		$ 37 041	$ 35 419
全球服务		32 172	28 916
软件		12 662	11 863
全球金融		3 137	2 877
企业投资/其他		2 536	2 592
收入合计		87 548	81 667
成本			
硬件		27 071	24 214
全球服务		23 304	21 125
软件		2 240	2 260
全球金融		1 446	1 494
公司投资/其他		1 558	1 702
成本总额		55 619	50 795
毛利润		31 929	30 872
经营费用			
销售费用、一般费用及管理费用	Q	14 729	16 662
研发及工程支出	S	5 273	5 046
经营费用合计		20 002	21 708
经营收益		11 927	9 164
其他收入，主要是利息收入		557	589
利息费用	K	727	713
税前收益		11 757	9 040
所得税费用	P	4 045	2 712
净利润		$ 7 712	$ 6 328
普通股每股收益			
摊薄每股收益	T	$ 4.12	$ 3.29*
基本每股收益	T	$ 4.26	$ 3.38*

说明：相关附注见 IBM 公司年报的第 69～92 页。

*对 1999 年 5 月 10 日 1 股分为 2 股的股票分割进行调整后的数据。

资料来源：IBM 公司 1999 年年报。

① 通用电气公司 1999 年年报第 42 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用电气公司自有这么做的理由，虽然 IBM 公司没有关注与养老金相关的收益，分析师也应该注意其附注。在既定期间内，养老金净成本或收益
203 主要取决于养老金计划所投资资产的短期收益情况。如表 11—2 所示，如果投资资产的市场价值上升，那么养老金计划的预计收益也会上升。

204 **表 11—2　　养老金净成本（收益）的构成**

服务成本（service cost）
员工本年提供服务在未来能获得的退休金的折现值。

退休金给付义务的利息成本（interest cost on the benefit obligation）
前期未支付退休金递延所带来的利息成本。（退休金给付义务包括所有已经赚取但尚未支付的服务成本）

递延净收益或损失的摊销（amortization of net deferred gains or losses）
养老金投资组合的实际收益高于或低于预期收益的递延确认以及由于假设（包括折旧率、员工流动率、死亡率等）发生变动所带来的养老金给付义务的变动。

前期服务成本的摊销（amortization of prior service cost）
由于雇主决定提高或降低已提供服务的养老金所带来的养老金给付义务在若干期间的递延确认。

过渡成本的摊销（amortization of transition amount）
公司开始采用财务会计准则第 87 号时（一般在 1985 年 1 月 1 日到 1987 年 1 月 1 日之间），养老金给付义务与当时养老金基金资产的公允价值之间的差额（正或负）的摊销。

由于结算或削减所确认的收益或损失（gain or loss recorded due to a settlement or curtailment）
本期确认部分或全部前期递延的收益或损失及前期服务成本。结算是指雇主采取措施解除给付养老金的主要责任。削减是指雇主大幅降低现有员工的预计服务年限或者减少对员工未来提供服务应计提的养老金。

养老金基金资产的预期收益（expected return on plan assets）
养老金成本其他组成部分的抵减项，是基金资产实际收益的替代变量。它等于预计长期收益率乘以养老金资产的市场价值。用预计收益替代实际收益可以使股票和债券价格波动带来的养老金净成本的波动降到最低。

资料来源：Pat McConnell, Janet Pegg, and David Zion, "Retirement Benefits Impact Operating Income," Bear Stearns, September, 1999, pp. 21～22.

1996—1999 年，股票市场处于牛市阶段。因此，毫不奇怪，IBM 公司报告收益的增长反映了养老金计划投资组合价值的增加，而不是公司产品生产和营销管理效率的提高。养老金净收益占经营收益的比重由 1996 年的 1.8%上升到 1999 年的 6.7%。因此，当预测 IBM 公司的未来收益时，应该将和经营活动真正相关的收益与退休计划收益区分开来，否则，分析结果将会导致对管理层提升股价的误信。

投资银行贝尔斯登公司研究部门的会计专家利用 IBM 公司的案例，进一步强调了在财务报表附注披露养老金计划的重要性。他们在 IBM 公司 1999 年的经营收益中扣除除服务成本以外的全部养老金和退休人员健康福

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利，即扣除员工未来养老金收益在当期的现值，得到更为准确的经营收益，其**复合年增长率**（compound annual growth rate，CAGR）为 38%，远低于 IBM 公司披露的 97%。① 当时，没有任何一家标准普尔 500 指数公司的报告收益与调整后收益之间的差异能有如此之大。由于复合年增长率在股票估价（参见第 14 章）中具有非常重要的作用，因此，分析师必须仔细研究养老金净成本（收益）对经营收益的影响。

分析师也应该注意到，养老金收益的会计准则允许管理人员在一定范围内将非经营活动收益转移至经营收益。这种做法不符合实质重于形式原则。但是，它却可以提升公司股票价格，因为投资者对经营活动的收益估值要高于非经营活动收益。

举例说明，假设公司的现金流超过了经营活动的需要。如果管理层将现金计入资产负债表的流动资产部分，并且进行短期投资，由此产生的利息或股利应确认为其他收益。但是，如果将现金用于养老金计划，则如前所述，根据 SFAS 第 87 条的规定，管理人员可以确认经营收益。庆幸的是，对于那些不细心的投资者来说，美国国内收入署规定，养老金计划不能过度融资，因而限制了上述做法。

205 此外，还应密切关注养老金会计可能提供的多种盈余管理的机会。首先，对于养老金计划的实际收益大于或小于预计收益而产生的递延金额，公认会计原则没有规定摊销的期限。虽然，通常的摊销期限是 5～7 年，但是管理层可以随意改变期限来提高或降低报告收益。

其次，SFAS 第 87 号没有明确如何确定预计收益率。原则上，公司的假设应该是基于股票、债券和其他类型投资的长期收益水平。但是，每隔一段时间，养老金计划可能就会调整其长期投资策略。养老金计划的受托管理人可能会减持债券，增持股票，这样会带来较高的风险，但同时也将获得较高的收益。在极少数情况下，养老金计划的精算师还可能提出，由于金融市场发生了深层次的结构性变化，应该调整预计收益。而有时候，在没有任何合理解释的情况下，年报中养老金计划的预计收益率也可能上升或下降。长期预期即意味着收益率将是逐年波动的。

根据这一推理，一些公司的预期长期收益频繁变动。表 11—3 中的两家公司［IMC 全球公司（IMC Global）和史立普斯报业公司（E. W. Scripps）］在 7 年中连续调整其预期收益率。波音公司（Boeing）在调整其投资业绩预期时表现得非常自信，1997 年上调预计收益率 0.33%，1998 年再次上调
206 0.42%。注意，在表 11—3 中所示期间内，公司没有简单地稳步调高或调低收益率，而是在 20 世纪 90 年代中期下调了预计收益率，之后在 90 年代末又上调了预计收益率。多疑的分析师一定会怀疑公司管理人员通过调整预计收益率来平滑报告的经营收益，而不是反映了金融市场深远、长期的变化。

① Pat McConnell, Janet Pegg, and David Zion, "Retirement Benefits Impact Operating Income," Bear Stearns & Co. September 17, 1999, p. 55.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西屋电气公司（Westinghouse Electric）1994 年的表现就是一个很好的例子。作为公司重组的一部分，管理层裁员了 1 200 人。因此，公司必须一次性付清解雇雇员的养老金。根据 SFAS 第 88 号（《雇主对固定收益养老金计划的结算、削减和终止福利的会计处理》，Employers' Accounting for Settlements and Curtailments of Defined Benefit Pension Plans and for Termination of Benefits）的规定，管理层毫无选择必须确认 3.08 亿美元的损失。由于西屋电气公司在 1994 年扣除少数股东权益前的持续经营业务产生的税前收益仅为 1.57 亿美元，因此，该事项非常重要。

表 11—3　　部分公司养老金计划资产的预计收益率（%）

公司名称	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
波音公司	8.5	8.5	8.5	8.0	8.0	8.0	8.33	8.75
卡特比特公司	9.6	9.9	9.9	9.4	9.4	9.4	9.5	9.6
德尔公司	9.5	9.5	9.5	9.5	8.0	8.0	8.0	9.0
IMC 全球公司	9.6	9.7	9.2	7.9	7.8	7.0	9.6	9.9
拉克莱德钢铁公司	11.0	11.0	11.7	9.9	9.8	9.8	9.9	10.0
穆格公司	9.0	9.0	9.0	8.9	8.2	8.6	8.5	9.0
东北公共事业公司	9.7	9.0	8.5	8.5	8.5	8.75	9.25	9.5
史立普斯报业公司	9.5	9.0	8.0	9.5	8.0	8.5	7.5	8.5
西斯科公司	12.0	12.0	12.0	10.0	9.0	9.0	9.0	10.5
UST 公司	12.0	12.0	9.5	9.0	9.0	8.0	8.0	9.0

资料来源：Standard & Poor's Compustat.

11.1　证券交易委员会的相关要求

新闻记者和投资者不会对养老金相关的收益视而不见。为了确定养老金收益，IBM 公司的股东要求管理层提供更多的信息。公司的高级法律顾问回信给证券交易委员会，强调公司在养老金收益上的披露是与会计准则相一致的。

站在证券交易委员会的立场，它本身也倾向于更为清晰的披露。在 2000 年 10 月 13 日致会计师的一封信中，证券交易委员会首席会计师林·特纳（Lynn Turner）主要谈到了养老金资产市场价值的大幅波动对养老金成本的影响。他也提到，从传统的**固定收益计划**（defined benefit plan）转变为**现金余额计划**（cash balance plan），可能会降低公司的养老金成本。特纳认为，同其他对当期及未来经营和现金流有重大影响的事项一样，与养老金相关的信息应该在财务报表中的管理层讨论和分析部分披露。特纳补充到，如果公司没有提供足够的信息，证券交易委员会将要求公司重新编制年度报告。为
207 了更好地计量养老金收益，特纳建议公司对养老金负债的各假设条件进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"最佳估计"。这反映了分析师担心公司可能对养老金投资组合的未来收益率会过度乐观。[1]

11.2 小 结

养老金计划不是公司人为调整利润的主要手段。从原则上说，公司不能从养老金计划中获得好处，该计划由信托机构管理，而员工是唯一受益方。公司在养老金基金中的主要作用就是投钱。因此按理来说，财务报告使用者关心养老金会计的主要原因是如果公司未缴足养老金，则可能会使其财务出现问题。一旦破产，债权人可能会发现其受偿权排在巨额未缴足养老金负债之后。

即便如此，公司管理人员已经将养老金计划作为平滑利润的工具，将非经营性收益转移至经营收益。因此，虽然养老金计划中的资产、负债和投资收益的计算都很复杂，分析师还是必须注意可能存在的违规行为。

① Vineeta Anand, "SEC Tells Companies to Explain Earnings' Origin," *Pensions & Investments*, December 25, 2000, pp. 4, 43.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分

预测与证券分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

预计财务报表

211 如第2章～第4章所述，对公司当期的财务报表进行分析是有意义的，但是，未来财务报表的分析会更有启发。毕竟，未来的盈利和股利决定了公司的股票价值（参见第14章）和将来及时偿债的可能性，而这将决定公司的信用质量（参见第13章）。当然，投资者在某种程度上是基于历史数据来预测未来的。但是，对公开披露信息进行分析不会较其他投资者获得显著的信息优势。为了掌握证券价格中没有反映的基础价值，分析师必须基于未来盈利或信用质量指标来进行投资决策。

当然，分析师不可能清楚地知道公司未来的财务状况，而财务预测也仅是猜测而已。预测的过程是基于对未来经济条件、市场行为和管理活动的假设，对历史模式或关系的一种延伸。

只有假设前提在一定程度上是准确的，财务预测才能与未来的实际情况相符。因此，分析师应该尽可能地收集财务报表之外的信息。通过与公司客户、供应商和竞争者加强沟通，分析师能不断提升假设前提的质量。

12.1 一年期预测

分析师通过对三大主表的相关假设来进行下一年的预测。这种方式下进行的预测能最好地反映损益表、现金流量表和资产负债表之间的相互
213 关系。

如表12—1是虚拟公司科力斯化学公司（Colossal Chemical Corporation）的当期财务报表。以历史财务报表为起点，在此基础上，通过对未来财务业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩的合理假设来进行预测。

212

表 12—1　　科力斯化学公司截至 2001 年 12 月 31 日会计年度的财务报表

单位：百万美元

损益表		现金流量表	
销售收入	$1 991	现金来源	
产品销售成本	1 334	净利润	$85
销售费用、一般费用及管理费用	299	折旧	119
折旧费用	119	递延所得税	20
研发费用	80	除现金和借款外的营运资本变动	(8)
成本费用合计	1 832	经营活动所提供的现金	216
		现金使用	
经营收益	159	不动产、厂房和设备的增加	125
利息费用	36		
利息收入	(6)	股利	28
税前收益	129	长期负债的减少	60
所得税费用	44	经营活动所使用的现金	213
净利润	$85	现金净增加	$3
资产负债表			
现金和有价证券	$69	应付票据	$21
应收账款	439	应付账款	263
		一年内到期的长期借款	32
存货	351	流动负债合计	316
流动资产合计	859	长期借款	379
不动产、厂房和设备	895	递延所得税	70
	$1 754	股东权益	989
			$1 754

12.1.1　预计损益表

盈利预测（见表 12—2）是财务预测的起点。预计现金流量表将用到预计损益表中的两个关键数据：净利润和折旧。而预计现金流量表又将为预计资产负债表的编制提供数据。在每个阶段，分析师都要增加假设条件。但是，其逻辑起点是盈利预测，它将显著影响三大主表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12—2 盈利预测

科力斯化学公司的预计损益表

单位：百万美元

	2002
销售收入	$2 110
产品销售成本	1 393
销售费用、一般费用及管理费用	317
折旧费用	121
研发费用	84
成本费用合计	1 915
经营收益	195
利息费用	34
利息收入	(5)
税前收益	166
所得税费用	56
净利润	$110

214 接下来，按照从上（销售收入）到下（净利润）的顺序，对损益表中每一项目的假设条件进行分析。

销售收入（sales） 假设 2002 年的预计销售收入为 21.10 亿美元，较表 12—1 中 2001 年的收入增长 6%。其中，2%是由销售量增加带来的，另外 4%则产生于销售价格的上涨。

分析师利用表 12—3 中的历史分部数据来建立预测。公司基础化学品、塑料制品和工业化学品等业务销售收入的预测可以借助于行业出版物、贸易
215 协会以及计量预测模型。而关于下一年度经济增长（国内生产总值的增长）的假设构成所有预测的基础。分析师必须判断预测人员提出的基本假设是否符合实际情况。

表 12—3 销售收入预测

科力斯化学公司业务分部财务

单位：百万美元

	2001	2002	2003	2004	2005
销售收入					
基础化学品	$975	$921	$878	$807	$786
塑料制品	433	422	399	370	373
工业化学品	583	546	531	475	461
合计	$1 991	$1 889	$1 808	$1 652	$1 620
经营收益					
基础化学品	$94	$82	$65	$52	$59

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

科力斯化学公司业务分部财务

单位：百万美元

	2001	2002	2003	2004	2005
塑料制品	24	16	25	41	26
工业化学品	41	35	28	31	28
合计	$ 159	$ 133	$ 118	$ 124	$ 113
折旧费用					
基础化学品	$ 55	$ 51	$ 50	$ 46	$ 46
塑料制品	27	25	22	20	19
工业化学品	37	36	35	31	31
合计	$ 119	$ 112	$ 107	$ 97	$ 96
可辨认资产					
基础化学品	$ 813	$ 772	$ 741	$ 676	$ 674
塑料制品	390	369	352	314	309
工业化学品	551	530	510	457	456
合计	$ 1 754	$ 1 671	$ 1 603	$ 1 447	$ 1 439

要使盈利预测和经济预测保持一致，分析师必须建立关键指标与公司各项业务发展的关系。例如，从历史情况来看，公司某项业务的销售量按行业生产率 1.5 倍的速度增长或者与房屋开工率直接相关。同样，价格的上涨应该与预期通货膨胀水平相关联。通货膨胀用消费者价格指数（CPI）或生产者价格指数（PPI）来衡量。

化工、造纸和资本产品等基础行业倾向于使用本书介绍的基于宏观经济的分析方法。而动画、玩具等技术驱动型行业的销售收入则和总体经济趋势之间没有太大的联系。在这种情况下，主要依靠研究行业内的关系来进行预测，以判断公司新产品成功的概率。

地区分部的历史销售情况（见表 12—4）是进行销售收入预测的另一种方
216 法。分析师可以对业务分部的预测数据进行修正来反映不同地区的销售预期。同样，公司某个分部可能正面临问题。例如，与外国政府发生争议。按照地理区域对销售收入进行分部报告则可以反映这类事件的预计影响程度。

表 12—4 科力斯化学公司的地区分部财务 单位：百万美元

	2001	2002	2003	2004	2005
销售收入					
北美	$ 1 077	$ 1 019	$ 968	$ 896	$ 873
欧洲	649	622	601	551	526
拉丁美洲	102	87	90	99	103
远东	163	161	149	106	118
	$ 1 991	$ 1 889	$ 1 808	$ 1 652	$ 1 620

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	2001	2002	2003	2004	2005
经营收益					
北美	$ 43	$ 36	$ 29	$ 32	$ 25
欧洲	77	62	61	47	52
拉丁美洲	26	16	17	24	17
远东	13	19	11	21	19
	$ 159	$ 133	$ 118	$ 124	$ 113

产品销售成本（cost of goods sold） 如表 12—2，产品销售成本为 13.93 亿美元，占预计销售收入的 66%，即毛利率为 34%，略高于上一年的 33%。而预计毛利率又反映了对劳动力和原材料成本变动的预期。行业竞争强度也是影响毛利率的因素，其决定公司能否将增加的成本转移给客户或者能否不断降低成本。

在基础化学品这样的资本密集型行业中，预计的产能利用率（capacity utilization percentage）（包括公司及所在行业）是一个关键变量。在满负荷运转情况下，固定成本在最大可能的产量上进行分摊，因此，单位成本最低。而如果需求超过正常的生产能力，所有的生产商均满负荷运转，此时，公司没有通过降价来扩大销售量的动力。当这种情况普遍存在时，成本增加可以全部转移给客户，毛利润将扩大。这种情况将一直持续到建立新的生产能力，使供给和需求重新回到平衡为止。相反，如果 2002 年的需求不升反降，导致产能利用率下降，则表 12—2 的预计毛利润将会低于 2001 年（关于固定成本和变动成本的进一步的讨论请参见第 3 章）。

同销售收入一样，分析师可以从下至上按业务分部来预测产品销售成本。由于表 12—3 中的信息仅包括业务分部的经营收益，而不包括毛利润，分析师必须加回各业务分部的折旧，然后将销售费用、一般费用及管理费用（SG&A）和研发费用（R&D）按照业务分部进行分配。例如，如果 SG&A 和 R&D 费用按收入占比分配，2001 年各业务分部的经营收益如表 12—5 所示。

表 12—5 **科力斯化学公司业务分部的经营收益**

	基础化学品	塑料制品	工业化学品	合计
经营收益	$ 94	$ 24	$ 41	$ 159
加：折旧	55	27	37	119
加：SG&A	146	65	88	299
加：R&D	39	17	24	80
等于：毛利润	$ 334	$ 133	$ 190	$ 657
销售收入	$ 975	$ 433	$ 583	$ 1 991
毛利率	34.3%	30.7%	32.6%	33.0%
分部收入占比	49.0%	21.7%	29.3%	100.0%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过编制几年的必要数据，分析师可以建立模型来预测各业务分部的毛利率。

销售费用、一般费用及管理费用 在表 12—2 的预测中，假设公司 SG&A 占销售收入的比保持在 15%的水平。但是，如果最近几个季度的损益表或行业可靠资料表明该比例有提高或降低的趋势，则分析师将在预测中作出相应调整。

折旧 折旧费用主要由公司固定资产余额和平均可使用年限决定。如果公司全部的不动产、厂房和设备（PP&E）平均按照 8 年折旧，则直线法下年折旧率为八分之一（12.5%）。随着时间的推移，应折旧资产基础增长，会使得 PP&E 的增加额大于折旧费用。

基于 PP&E 和折旧费用之间稳定的关系，表 12—2 预计折旧费用等于上年末 PP&E 的 13.5%。当然，预测应该考虑任何可预见的、不同于历史趋势的变化。例如，由于会计实务变得更为激进或保守，或者由于设备陈旧率（rate of obsolescence）发生变化，公司可能延长或缩短平均折旧年限。公司的资产结构也可能发生变化。随着数据处理设备等短期资产（short-lived assets）占资本支出（capital expenditure）比的增加，以及房地产等长期资产占比的下降，平均折旧期将逐渐缩短。

研究开发费用 R&D 费用和广告费用均是基于销售收入百分比来进行预测的。例如，如果公司进行并购的行业在研发上的投入与现有业务之间存在
218 差异，R&D 费用占收入比可能就会发生变化。此外，如果鼓励研发的因素发生变化，例如延长或缩短专利保护期，也可能会使公司改变 R&D 费用占收入比以保持竞争实力。但是，如果不考虑这些因素，分析师将非常自信地预测下一年的 R&D 费用占销售收入的百分比将和上年保持一致。该假设（占销售收入的 4%）请见表 12—2。

经营收益 4 项预计费用合计得出总成本费用（total costs and expenses)。预计销售收入减去总成本费用（19.15 亿美元）得出预计的经营收益为 1.95 亿美元。

219 **利息费用** 表 12—6 列示了财务报表附注中的相关信息，可以用来估计下一年度的利息费用。（不是所有的年报都提供如此详细的信息。当信息较为简略时，则需要更多地依靠假设。）

表 12—6　　长期负债、短期负债和利息费用详细情况

科力斯化学公司

单位：百万美元

长期负债（扣除一年内到期部分）	2001	2000
2003 年到期、利率为 10.0%的应付票据	$52	$78
2007 年到期、利率为 8.1%的应付票据	77	111
2010 年到期、利率为 9.5%的债券	75	75
2014 年到期、利率为 8.875%的债券	125	125

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

科力斯化学公司

单位：百万美元

2017 年到期、利率为 6.5%的产业发展债券	50	50
	$ 379	$ 439

短期负债	2001
年平均利率	8.50%
年平均待偿余额	$ 29
随后 5 年长期负债到期额：	
2002	$ 27
2003	$ 13
2004	$ 22
2005	$ 18
2006	$ 31

利息费用	2001
应计利息	41
资本化利息	5
利息费用	36

此处预测的关键是估计科力斯化学公司的内含债务成本（embedded cost of debt），即公司现有长期负债的加权平均利率。利用表 12—6 中长期负债的详细信息，计算过程如下：

单位：百万美元

（2000 年余额＋2001 年余额）÷2	＝ 平均待偿还余额	×	利率	＝	预计长期负债利息费用
（78＋52）÷2	65	×	10.0%		$ 6.50
（111＋77）÷2	94	×	8.1%		7.614
（75＋75）÷2	75	×	9.5%		7.125
（125＋125）÷2	125	×	8.875%		11.094
（50＋50）÷2	50	×	6.5%		3.25

长期负债利息费用		总长期负债平均待偿还余额		内含长期债务成本
35.58	÷	（[439＋379]/2）	＝	8.70%

单位：百万美元

长期债务利息费用	$ 35.80
短期债务利息费用（32×9%）	2.9
利息支出总额	$ 38.70
应计利息	$ 39
资本化利息	5
利息费用	$ 34

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内含成本 8.7%乘以该公司 2001 年末的长期负债（包括一年内到期的部分，假设相同的平均利息率），得到预计的利息支出为 0.358 亿美元。如表 12—6 所示，2002 年的现金流预测假设待偿还债务余额在本期没有大幅下降。因此，虽然只是进行估计，此处的预测方法也应该保持相关性。

220 预测人员必须在 0.358 亿美元的基础上加回短期负债的利息费用。假设短期负债的平均待偿还余额为 0.32 亿美元，较 2001 年增长 10%。基于对 2002 年利率略有上浮的预期，假设平均利率为 9%，则：

单位：百万美元

长期债务利息费用	$35.80
短期债务利息费用（32×9%）	2.9
利息支出总额	$38.70

0.387 亿美元代表了科力斯化学公司公司在 2002 年预计发生的利息总额。预测人员必须从中扣除预计资本化利息才能得到预计的利息费用。表 12—6 假设 2002 年的资本化利息与 2001 年一致：

单位：百万美元

利息费用	
应计利息	$9
资本化利息	5
	$34

读者应该注意到，此处对利息费用的预测有所简化。反过来说，可能也没有必要得出和历史财务报表一样精确的利息费用。比如，长期负债的偿还不会在年内均衡地发生，而这是长期负债平均余额计算中的隐含假设。当然，分析师应该确认可预见的利息成本的主要变化，并进行相应调整。例如，用较低成本的借款来替换高息债券（high-coupon bonds）。同样，预测人员也不能过于追求利息费用预测的精确性。对于传统的资本化行业公司来说，利息费用通常在销售收入的 1%～2%之间波动，因此 10%的误差对预计净利润的影响很小。分析师应该更为关注高财务杠杆公司（highly leveraged company）的利息费用预测，其财务能力取决于公司每个季度必须支付的利息费用的规模。

利息收入（interest income） 表 12—2 预计 2002 年货币资金余额维持不变。根据货币市场 7%的平均回报率预测，0.69 亿美元的平均货币资金余额将产生（取整数）500 万美元的利息收入。

所得税费用（provision for income taxes） 在减去利息费用，加上利息收入之后，税前利润为 1.66 亿美元。基于该公司的有效税率接近法定税率，用法定税率 34%乘以税前利润即得到预计所得税费用。对其他公司来说，有效税率可能会由于存在税前补亏（tax loss carryforwards）或投资退税（investment tax credits）等出现大幅变动。管理层通常会提供关于有效税率大幅变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化的说明，而法定税率的变化会由联邦税收机关通过相关媒体公布。

12.1.2 预计现金流量表

完整的预计损益表提供了预计现金流量表（projected statement of cash flows）（见表 12—7）的前两项。1.1 亿美元的净利润和 1.21 亿美元的折旧费用直接取自表 12—2，它从较大程度上决定了现金流量的来源（经营活动提供的现金）。其他两项对预计现金流量表的影响很小。

递延所得税 由于税务折旧和账面折旧之间差异的变化，以及如租赁、分期应收款项和国外分支机构的未汇出利润等因素的存在，该数值可能在每年都会发生不可预测的变化，可以借助公司管理文件进行预计。表 12—7 中的 0.25 亿美元是利用趋势线得到的预计数值。

营运资本变动（不含现金和借款） 表 12—7 的底部说明了 0.43 亿美元的计算过程。其假设每个营运资本项目占销售收入百分比与表 12—1 中的历史报表保持一致。例如，应收账款占销售收入比为 22%，随着销售收入由 2001 年的 19.91 亿美元增长至 2002 年预计的 21.1 亿美元，应收账款由 4.39 亿美元增加至 4.64 亿美元（增加了 0.25 亿美元）。在假设百分比关系保持稳定之前，分析师必须证明最近一期的比率具有代表性。此外，还必须考虑与历史情况的可能偏差。例如，销售收入的大幅下降可能带来存货积压或者公司通过提供宽松的信用条款来刺激销售，从而提高应收账款。

不动产、厂房和设备的增加 该预计现金流量表中的主要现金使用是资本支出。公司可能在年报中提供具体的资本支出计划，并随着时间的推移，在季报或 10-Q 报告以及公告中更新预测值。即使公司不披露具体数值，公司投资者关系官员（investor-relations officer）也通常会对有关下一年度资本支出的范围或者趋势（增加、降低或持平）的问题作出回应。

222 **表 12—7** **2002 年的预计现金流量表**

科力斯化学公司

单位：百万美元

来源	
净利润	$110
折旧费用	121
递延所得税	25
营运资本变动，不含现金和借款	(43)
经营活动所产生的现金流量	213
使用	
不动产、厂房和设备的增加	165
股利	37
偿还长期负债的本期到期额	32
经营活动所使用的现金流量	234

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

科力斯化学公司

		单位：百万美元
经营活动所提供的现金流量净额	(21)	
应付票据的增加	$21	
营运资本变动		
应收账款的减少（增加）		$ (25)
存货的减少（增加）		(29)
应付账款的增加（减少）		11
		$43

股利 表12—7中的0.37亿美元是假设公司保持股利支付政策，股利大
223 概等于可持续盈利（扣除非常损益）的三分之一。通常，可以将其理解为稳定股利支付，在正常经营周期内股利支付率不随盈利而波动。在发生亏损的年度，公司甚至通过借款来维持股利支付水平。这种做法通常会招致批评，使董事会内部发生争论，而董事会是宣告股利的权威机构。

只有董事会作出官方宣布，预测未来股利的分析师才可以进行有根据的推测。此外，在盈利困难的情况下，维持某个季度股利不变的决策并不能保证董事会将在3个月后作出同样的决定。

偿还长期负债的本期到期额 表12—7中的0.32亿美元直接来自于表12—1资产负债表中的流动负债部分。

应付票据的增加 经营活动使用的2.34亿美元减去经营活动提供的2.13亿美元得出0.21亿美元的净使用数额。该预测中假设产生的现金净额全部用于偿还债务。相应的，通过使用短期银行授信额度来补足现金使用净额。进行相关假设的依据是管理层提出的目标以及管理层在过去执行计划的情况。而在其他环境下，其他假设可能会更加合适。例如，可以通过增加或减少现金和有价证券来弥补现金的净使用额或净提供额。如果管理层已经暗示希望回购股票，并经董事会授权，则相当规模的现金净提供额可能被直接用于回购股票，减少股东权益。公司也可能通过借款（增加长期负债），而不是用短期负债来弥补大量的现金短缺。此外，公司可以混合使用长期负债和权益融资方式，这样可以使负债权益比维持在某一稳定的水平之上。

12.1.3 预计资产负债表

编制预计资产负债表（见表12—8）不需要在预计损益表和预计现金流量表之外进行另外的假设。利用其他报表的信息，分析师可以简单地更新表12—1中的历史资产负债表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

224 表 12—8 科力斯化学公司 2002 年 12 月 31 日的预计资产负债表

单位：百万美元

现金及有价证券	$ 69	应付票据	$ 42
应收账款	464	应付账款	274
存货	380	一年内到期的长期负债	27
流动资产合计	913	流动负债合计	343
		长期负债	352
		递延所得税	95
不动产、厂房和设备	939	股东权益	1 062
	$ 1 852		$ 1 852

需要的大部分信息来自于预计现金流量表（见表 12—7）。例如，应收账款、存货和应付账款反映了营运资本的预计变化。预计现金流量表同样反映了现金和有价证券的增减变动，本例中该项目保持稳定。不动产、厂房和设备由上年的 8.95 亿美元增加了 1.65 亿美元，同时，折旧费用扣减 1.21 亿美元。预计现金流量表也反映了应付票据、递延所得税的增加和股东权益的变化（净利润减去股利）。

12.2 预计财务报表的敏感性分析

在既定假设前提下，编制预计财务报表提供了有关公司未来财务情况
225 的信息。分析师可以运用第 2 章～第 4 章所介绍的研究历史报表的方法来分析预计报表，也可以使用预计报表中的数值来计算信用分析（第 13 章）和所有者权益分析（第 14 章）中所使用的比率。基于表 12—1 至表 12—8 中的历史和预计数据，科力斯化学公司的信用质量指标（credit quality measures）将在 2002 年有所提升（见表 12—9）。负债总额不仅绝对值下降了，而且占资本总额的比重也由 29.0％下降到 26.7％。同样，总负债/经营活动现金流量倍数将从 1.93 倍下降至 1.64 倍。如第 13 章所述，这些趋势表明公司的财务风险下降了。而这些预计比率和预计报表的假设条件具有同样的可靠性。尽管它们看起来很合乎逻辑，但是假设前提较大程度上依赖于对宏观经济的预测，而宏观经济预测绝不可能是精确的。通常，由于经营活动会偏离预计水平，分析师必须在一年中几次修正基本的经济假设和预计数值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12—9　　　　信用质量指标——基本场景

科力斯化学公司

单位：百万美元

	2002 年（预计数）*	2001 年（实际数）†
总负债		
应付票据	$42	$21
一年内到期的长期负债	27	32
长期负债	352	379
	421	432
递延所得税	95	70
股东权益	1 062	989
资本总额	$1 578	$1 491
债务资本比	26.7%	29.0%
经营活动产生的现金流量（营运资本变动之前）	256	224
总负债	421	432
总负债/经营活动现金流量倍数	1.64 倍	1.93 倍

注：*取自表 12—8。
　　†取自表 12—1。

因为意识到情况可能会发生变化，聪明的投资者和债权人将不会完全依
227 赖预计报表或“点预测”（point forecast）来进行决策，相反，他们将基于可能出现的各种情况来评估风险及潜在的收益。

表 12　10 说明了分析师如何修正假设条件，然后观察预计比率的变动程度，该过程被称为敏感性分析。在本例中，分析师预计销售收入较上年仅增加 3%。它是在表 12—2 的基本场景（最可能出现的情况）下假设增长率的一半。不太乐观的销售收入预测表明经济环境没有基本场景假设的好。例如，分析师可以假设通货膨胀率为 3%，则实际增长率为 0。在修正情景中，分析师假设公司毛利率较上年没有改善。保持其他假设前提不变，修正情景的净利润、股东权益和经营活动产生的现金流量预计数值增加幅度较基本情景要小。在新假设前提下，长期负债的下降有所放缓。

226 **表 12—10　　　　预计财务报表的敏感性分析**

科力斯化学公司截至 2002 年 12 月 31 日的会计年度（单位：百万美元）
销售收入增长率从基本场景（图 12. 2）下假设的 6%降低到 3%
（毛利率较上年没有改善）

损益表		现金流量表	
销售收入	$2 051	来源	
产品销售成本	1 374	净利润	$90
销售费用、一般费用及管理费用	308	折旧费用	121

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

科力斯化学公司截至 2002 年 12 月 31 日的会计年度（单位：百万美元）
销售收入增长率从基本场景（图 12. 2）下假设的 6%降低到 3%
（毛利率较上年没有改善）

损益表		现金流量表	
折旧费用	121	递延所得税	25
研发费用	82	营运资本变动，不含现金及借款	(26)
成本费用总额	1 885	经营活动所提供的现金流量	$210
经营收益	166	使用	
利息费用	34	不动产、厂房和设备的增加	165
利息收入	(5)	股利	30
税前收益	137		
所得税费用	47	支付长期负债的本期到期额	32
净利润	$90	经营活动所使用的现金流量	227
		经营活动所提供（使用）的现金流量净额	(17)
		长期负债的增加	17
		现金变动净额	$0

资产负债表

现金和有价证券	$69	应付票据	$21
		应付账款	267
应收账款	451	一年内到期的长期负债	27
存货	369	流动负债合计	$315
流动资产合计	889	长期负债	369
不动产、厂房和设备	939	递延所得税	95
		股东权益	1 049
	$1 828		$1 828

228 使用表 12—10 的修正报表，分析师重新计算表 12—9 的信用质量指标，结果如表 12—11 所示。在新情景下，较为悲观的销售收入增长和毛利率假设，使经营活动产生的预计现金流量仅为负债总额的 56.6%，小于基本情景下预计的 60.8%。但是，有意思的是，债务资本比不受假设前提变化的影响，在基本情景和悲观情景下均为 26.7%。其原因是，虽然悲观情景下留存收益的增加（以及由此所带来的股东权益的增加）较少，但是为支撑收入增长所需的营运资本需求也会降低。因此，借款需求下降，抵消了所有者权益的缓慢增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12—11　　　　　　　　　信用质量比较

科力斯化学公司截止 2002 年 12 月 31 日的会计年度（预计）

单位：百万美元

	悲观场景*	基本场景†
总负债		
应付票据	$21	$42
一年内到期的长期负债	27	27
长期负债	369	352
	417	421
递延所得税	95	95
股东权益	1 049	1 062
资本总额	$1 541	$1 578
债务资本比	26.7%	26.7%
经营活动产生的现金流量（营运资本变动之前）	236	256
总负债	417	421
现金一总负债比率	56.6%	60.8%

注：*取自表 12—10。
　　†取自表 12—9。

为了完成分析，投资者或债权人也会获得在乐观或最佳情景下的预计财务报表。三种情景的敏感性分析的简单假设如下：

	销售收入增长率假设	毛利率假设
乐观场景（最佳情景）	8%	36%
基本场景（最可能情景）	6%	34%
悲观场景（最差情景）	3%	33%

注意，假设条件并不要求完全对称。在本例中，乐观情景假设销售收入增长率比基本情景高两个百分比，而悲观情景假设销售收入增长率比基本情景低 3 个百分点。分析师可以简单地认为最可能出现的情景体现了更多的悲观情况。

不同项目之间的相互作用也可能带来对其他假设条件的修正。如果科力斯化学公司经营活动产生的现金流下降，其在短期内有削减资本支出的较大空间。不考虑该财务弹性下所进行的预计可能就过于悲观了。相反，如果假设公司将产生的多余现金用于降低负债，则可能会产生不切实际的预计资本结构。特别是对产生大量现金的公司进行多年期预计时，以后年度的债务资本比可能会降至过度保守的水平。在这种情况下，应该将偿还负债的假设调整为维持某一杠杆比率。因而，多余的现金将用于股票回购，否则，将使资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本结构中的负债部分下降至某一百分比水平之下。

除了形成各种情景外，敏感性分析还可以使分析师衡量预测中各项假
229 设条件发生变化的相对影响。例如，比较毛利率1%的变化与所得税税率1%的变化对科力斯化学公司损益表的影响。表12—12表明，在其他条件不变的情况下，毛利率1%的变化对净利润的影响为0.14亿美元（1.1亿美元减去0.96亿美元），而所得税税率1%的变化对净利润的影响为0.02亿美元。

投资者普遍使用这种分析方法。例如，估计每磅铅价格提高10美分对矿产企业利润，进而对股价的影响。另外，也可以用来确认哪些公司对预期经济发展（如利率下降）的反应最为激烈。对利息成本占费用比重较小的公司来说，利率的下降对公司的影响有限。而对于具有较高利息成本或者浮动利率负债较大的公司而言，则利率下降的影响较大（假设公司资产的回报率具有不同的利率敏感性）。

230 尽管敏感性分析方法很有吸引力，但是也必须谨慎使用。如上所述，该方法通常独立出某个假设，而保持其他情况不变。而在现实生活中，这是很少发生的情况。当销售收入下降时，毛利率也会下降。原因是产能利用率的下降会带来降价的压力。同样，利率上升影响的不仅是利息费用和利息收入，较高的利率水平还会抑制经济中的投资行为，而这最终将影响公司的销售收入。

表12—12　　敏感性分析：假设变化对预计损益表的影响

科力斯化学公司截至2002年12月31日的会计年度

单位：百万美元

	基本场景	毛利率下降1%	税率上升1%
销售收入	$2 110	$2 110	$2 110
产品销售成本	1 393	1 414	1 393
销售费用、一般费用及管理费用	317	317	317
折旧费用	121	121	121
研发费用	84	84	84
成本费用总额	1 915	1 936	1 915
经营收益	195	174	195
利息费用	34	34	34
利息收入	(5)	(5)	(5)
税前收益	166	145	166
所得税费用	56	49	58
净利润	$110	$96	$108

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.3 实践中如何准确地预测？

科力斯化学公司的案例简单地说明了如何从下至上地进行财务预测。但是，由于是虚拟的，因而读者不能对预测值和公司的实际情况进行比较。表 12—13 给出了财务预测的实例。中间一列是嘉世腾（Jostens）公司 2001 年第二季度的预测值，该公司是戒指、年鉴、学校摄影、毕业产品以及员工成就和体育奖杯的供应商。表 12—13 由乔治·查尔霍布（George Chalhoub）编制，他是美林公司消费者商品领域高回报债券的专业分析师。左列是该公司 2000 年的实际值，右列是 2001 年第二季度的实际值。在嘉世腾公司高度季节性的经营中，第二季度的销售收入和盈利额最大。

231 **表 12—13** **嘉世腾公司** 单位：百万美元

经营数据	截至 2000 年 6 月 30 日的第 2 季度	截至 2001 年 6 月 30 日的第 2 季度(P)	截至 2001 年 6 月 30 日的第 2 季度
销售净额	344.7	350	351.0
销售成本	154.8	154	155.3
毛利润	189.9	196	195.7
销售费用、一般费用及管理费用	104.3	104	102.8
特殊一次性费用	45.7	0	0.6
经营收益	39.9	92	92.3
折旧和摊销	6.6	7	7.4
营业外费用	46.0	0	0.6
EBITDA	92.5	99	100.2
利息总额	20.5	20	19.6
现金利息	20.5	20	19.6
资本支出	4.4	10	4.7
比率数据			
销售收入增长率	NA	1.5 %	1.8 %
EBITDA 增长率	NA	7.0%	8.4%
毛利率	55.1%	56.0%	55.8%
销售费用、一般费用及管理费用占销售收入比	30.3%	29.7%	29.3%
经营收益率	11.6%	26.3%	26.3%
EBITDA 比率	26.8%	28.3%	28.6%
资本			
循环信贷	0	0	0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

经营数据	截至 2000 年 6 月 30 日的第 2 季度	截至 2001 年 6 月 30 日的第 2 季度(P)	截至 2001 年 6 月 30 日的第 2 季度
定期贷款	495.0	474	470.0
利率为 2010 年到期的票据	225.0	225	225.0
其他长期负债	0	0	0
负债总额	720.0	699	695.0
账面权益	(556.4)	(556.4)	(564.1)
资本总额	163.6	142.6	130.9
利息保障倍数和杠杆			
EBITDA/现金利息	4.5	5.0	5.1
EBITDA-资本支出*/现金利息	4.3	4.5	4.9
EBITDA/利息总额	4.5	5.0	5.1
EBITDA-资本支出/利息总额	4.3	4.5	4.9
负债总额/EBITDA	NA	NA	NA
负债净额/EBITDA	NA	NA	NA
流动性			
现金	35.9	30	43.1
可用现金	150	144	144
到期债券	2003	2004	2004
2000 年 12 月 30 日	27.8	32.3	32.3

说明：(P) 指预计。

* EBITDA-资本支出*指 EBITDA 减去资本支出。

资料来源：美林公司。

尽管 2001 年第一季度的销售收入低于 2000 年的同期水平，但是查尔霍布预计，第二季度的年鉴和珠宝的订货量会增加，并且利润率也会有所提高。他预计销售净额为 3.5 亿美元，略高于上年同期的 3.447 亿美元，毛利润将由 1.899 亿美元增加至 1.96 亿美元（注意，当以百万美元为单位时，分析师的预测通常不会精确到小数点的后一位。）

显然，分析师较好地掌握了年鉴和戒指的经营情况。实际销售收入为 3.51 亿美元，仅比预计值高出 0.3%。EBITDA 预测值的准确性同样令人折服，实际值为 1.002 亿美元，仅比预计值高出 1.2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

环境通常都会发生变化，而变化的环境将导致结果偏离分析师的预测。
232 如果在第二季度，嘉世腾公司决定将设备升级推迟到 2002 年。这将使分析师 1 000 万美元的资本支出预计数比实际数值要高出 530 万美元。而这反过来又将有助于在期末产生比预计 3 000 万美元更高的实际现金余额（4 310 万美元）。营运资本的减少也对现金余额的增加有贡献。

尽管以百分比反映的资本支出和期末现金余额差异很大，但是并没有使关键财务比率与预计值之间出现较大的偏离。如第 13 章所述，这些比率而非财务报表中显示的绝对值，构成了信用分析的基础。实践中，不管基于查尔霍布预计的 EBITDA 利息保障倍数 5.0 倍，还是准确测算值 5.1 倍，固定收益型投资组合经理对该公司的债券投资偏好都没有差异。

当然，EBITDA 扣除资本支出后的利息保障倍数的实际值与预计值之间差异较大（实际值为 4.9 倍，预计值为 4.5 倍），反映了该公司的资本支出实际值小于预计值。另一个细节是，在查尔霍布的季度预计中，负债总额占 EBITDA 比显示为“NA”（不适用）。如第 13 章的“组合比率”部分所述，将季度损益表的项目（EBITDA）与资产负债表数值进行比较是不合理的，特别是像嘉世腾这样的高度季节性公司。但是，分析师可以通过使用由 2000 年下半年和 2001 年上半年的 EBITDA 之和组成的分母计算第二季度的负债总额占 EBITDA 比。

12.4 预测财务弹性

同预计财务报表可以揭示公司未来可能的财务状况一样，它也可以说明财务弹性的可能趋势，财务弹性是第 4 章曾讨论的概念。例如，预计现金流量表显示了公司用内部产生的现金发放股利的能力。同样，负债的预期增加额度决定了预计损益表中非可控成本（利息费用）的增长幅度。

财务弹性的一个重要方面是公司能持续遵守债务契约，因此，进行预测是非常必要的。如表 12—14 所示，借款合同可能要求借款人保持一定的财务强度（financial strength)。履约情况可以通过某些项目的绝对数值或比率来衡量。[①] 发行人出现技术违约（违反合同条款，不同于不按时支付利息或本
234 金）时，制裁是相当严厉的。当再融资发生困难时，发行人不可能再发放股利或被迫一次性偿还巨额贷款。为此，公司可能有必要采取一些措施，例如，以低于账面值的价格发行股票从而稀释股东权益。或者，借款人可以要求债权人放弃加速支付的权利。但是，债权人可能会要求获得一些补偿，限制管理层行为的自由。

① 限制性较小的合同只禁止增加新债或发放股利，这将使得财务指标恶化，低于目标水平。而如果是经营损失所带来的净值降低则不属于违约行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

233 表 12—14 债务限制性条款披露示例

“信贷协议包括各种财务和经营条款，这些条款要求公司保持一定的财务比率，限制股利分配和公司从其他渠道进行融资的能力。1999 年 7 月，公司获得一项豁免权（waiver），这增加了对股利分配的现有限制。” （世界摔跤协会娱乐公司（World Wrestling Federation Entertainment，Inc.）2000 年年报）
“各家银行须以公司遵守各项保证条款为条件向公司提供信用贷款，这些保证条款包括但不限于限制公司及其分支机构转移资产、不超过最大财务杠杆……其他财务条款包括与负债相关的限制性条款，包括限制资产转移和售后回租交易以及与控制权变化有关的条款。” （洛克希德·马丁公司（Lockheed Martin Corporation）2000 年年报）
“银团贷款和信用贷款的保证条款包括利息保障倍数和债务资本比，限制股利、新增债务和置留权……根据银团贷款和信用贷款的条款，公司有责任将战略剥离中形成的现金偿还负债。公司按要求将其中的首笔 15 亿美元的现金净额用来偿还债务。此外，还要求公司将高于 15 亿美元的现金余额的 50%，最高为 25 亿美元用来偿还银团贷款和信用贷款。” （废品管理公司（Waste Management，Inc.）2000 年年报）
“2000 年 3 月 15 日的再融资条款要求公司每个季度维持最低的 EBITDA 和固定费用保障倍数，以及季度 EBITDA 为正（从截至 2000 年 9 月 30 日的季度开始）。此外，季度股利和所有的限制性支付必须低于 75 万美元或者持续经营收益的 50%。” （伯明翰钢铁公司（Birmingham Steel Corporation）2000 年年报）

分析师能够通过对预计资产负债表和损益表的净值、财务杠杆和固定费用保障倍数的测试来预测财务弹性损失。有关测试的一般性说明能在财务报表附注中获得。这些说明可能会忽略包括术语定义在内的一些细节，但是由于预测值本质上并不精确，我们的目标并不是完全确定公司是否发生违约。当发现公司可能在未来一年或两年突破限制性条款时，我们应该询问管理层计划如何保持财务弹性。如果回答不尽如人意，则预测和测试使分析师能对可能发生的严重问题进行预警。

12.5 预估财务报表

分析师预测财务报表的另一种方法是，在重大事项于后期报表中披露之前，编制预估财务报表（pro forma financial statements，也可译为模拟财务报表，或译为暂编财务报表）来反映其影响。如果公司发生股票回购、核销、合并或剥离等重大财务事项，则基于历史财务报表来进行投资决策是不明智的。同样的道理，我们应该迅速判断最新发生的事件是否对公司的财务状况有重大影响。例如，刚刚公布的3 500万美元的股票回购会大幅提高财务杠杆吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了回答这个问题，分析师必须调整最新的财务报表，减少3 500万美元的股东权益，同时，基于对每股购买价格的假设，相应地减少现金或增加负债。

12.5.1 业务剥离的预估财务报表

表 12—15 给出了复杂情景下的预计损益表。如表 12—16 所述，2000 年 9 月 13 日，专用化学品生产商嘉柏公司（Cabot Corporation）剥离了其拥有的余下 80.5%的嘉柏微电子材料股份有限公司（Cabot Microelectronics，CMC）的股权，嘉柏微电子公司是生产用于半导体研磨合成品的厂商。嘉柏公司通过将股权以特殊股利（special interest）向股东进行分配的方式实现了剥离。2000 年 9 月 19 日，嘉柏公司将液化天然气（liquefied natural gas，LNG）业务的全部发行在外的股票出售给特拉克特贝尔公司（Tractebel，
237 Inc），获得了 6.88 亿美元的现金。通过对 1999 年的损益表进行预估调整，能够使分析师预计持续经营业务的业绩表现。

235 **表 12—15** 嘉柏公司

截至 1999 年 9 月 30 日的会计年度未经审计的预估合并损益表
（除每股数据外，单位为百万美元）（未经审计）

	历史	预估调整			
	历史	LNG（A）	CMC（A）	其他	嘉柏公司
收入					
销售净额及其他经营收入	$1 695	$（265）	$（96）	$20（B）	$1 354
利息和股利收入	4	—	—	—	4
收入合计	1 699	（265）	（96）	20	1 358
成本和费用					
销售成本	1 213	（248）	（45）	20（B）	940
销售和管理费用	208	（13）	（16）	7（C）	186
研究与技术服务	73	—	（15）	—	58
利息费用	46	—	—	（7）（D）	39
特别项目（1）	26	—	—	—	26
权益证券出售利得	（10）	—	—	—	（10）
其他（收入）费用净额	7	—	（1）	—	6
成本费用合计	1 563	（261）	（77）	20	1 245
税前收益	136	（4）	（19）	—	113
所得税费用	（49）	1	7	—	（41）
子公司净利润中的权益	13	—	—	—	13
少数股东权益	（3）	—	—	—	（3）
持续经营收益	97	（3）	（12）	—	82
非持续经营税后净收益	—	3	12	—	15
加权平均流通股数					

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

截至 1999 年 9 月 30 日的会计年度未经审计的预估合并损益表
（除每股数据外，单位为百万美元）（未经审计）

	历史	预估调整			
	历史	LNG（A）	CMC（A）	其他	嘉柏公司
净利润	$97	$	$—	$—	$97
基本	64				64
稀释	63				73
普通股每股收益：					
基本					
持续经营收益	1.47				1.24
非持续经营	—				0.23
净利润	$1.47				$1.47
稀释					
持续经营收益	1.31				1.11
非持续经营	—				0.2
净利润	$1.31				$1.31

资料来源：2000 年 10 月 3 日 8—K 表。

236 **表 12—16　　嘉柏公司业务剥离的详细情况**

出售液化天然气业务

2000 年 9 月 19 日，嘉柏公司（以下简称为“Cabot”或“登记人”）通过一家分支机构将嘉柏 LNG 业务信托公司（以下简称为“Cabot LNG”）的全部发行在外股票出售给特拉克特贝尔公司（以下简称为“Tractebel”）。出售条款披露于嘉柏公司截至 2000 年 6 月 30 日的季度合并财务报表（Consolidated Financial Statements）的附注 C 和管理层讨论与分析（Management's Discussion and Analysis）中。Cabot LNG 经营液化天然气（以下简称为“LNG”）业务。Cabot LNG 资产包括在埃弗里特州（Everett）和马萨诸塞州（Massachusetts）的 LNG 总站，“马修号（Matthew）”LNG 油轮，在特立尼达州（Trinidad）大西洋 LNG 液化厂的股东权益，以及所有相关的不动产和设备。出售价格是现金 6.88 亿美元。该价格是通过竞标决定的。两家公司及其分支机构的董事会成员和管理层之间没有重大关联关系。Cabot 2000 年 9 月 19 日有关此出售的公告复印件请见附图 99.1。2000 年 7 月 13 日 Cabot LNG、Cabot 和 Tractebel 之间的股票购买和出售条款请见图 2。Cabot 愿意向委员会提供其所要求的任何遗漏文件的复印件。

剥离嘉柏微电子公司股权

Cabot 2000 年 9 月 14 日的 8—K 表披露，2000 年 6 月 25 日，Cabot 董事会下设委员会提出剥离在嘉柏微电子公司（以下简称为“CMC”）的余下 80.5%的股权，通过将股权作为特殊股利进行分配的方式实现剥离，股东登记时间截止到东部时间 2000 年 9 月 13 日下午 5 时。截至登记日 9 月 13 日，Cabot 持有 CMC 公司 18 989 744 股普通股，于 2000 年 9 月 29 日进行免税分配。分配的基础大约是 Cabot 股东每拥有一份 Cabot 股票可以获得 0.280 473 721 股 CMC 普通股股票。非整数股票不能分配，但是可以出售，净现金余额按比例分配给股东。2000 年 10 月 2 日，Cabot 有关此剥离的公告复印件请见附图 99.2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大体上，进行预估调整是比较简单的。如果嘉柏公司在 1999 年不拥有 LNG 和 CMC，其销售收入将下降为 2.65 亿美元＋0.96 亿美元＝3.61 亿美元，减去内部交易的销售收入 0.02 亿美元后①，净调减额为 3.41 亿美元。类似地，将持续经营业务成本费用与剥离业务成本费用区分开来。预估报表使分析师能得出一些有用的结论。例如，可以推断剥离后，嘉柏公司的毛利率和经营利润率将高于剥离前多元化经营的情况，详见以下计算过程（注意：按照第 13 章介绍的公式，计算中使用销售收入净额，而不是包括利息收入和股利的总收入）：

利润率比较

单位：百万美元

历史数	预估数
毛利率	
(1 695－1 213)÷1 695＝28.4%	(1 354－940)÷1 354＝30.6%
经营利润率	
[1 695－(1 213＋208)]÷1 695 ＝16.2%	[1 354－(940＋186)]÷1 354 ＝16.8%

放弃利润率较低的业务通常是公司进行业务处置的动机。但是，公司也有可能希望通过剥离快速增长的分支机构来增加股东财富，因为这种快速增长的分支机构作为独立的上市公司，可以获得更高的市盈率倍数。从理论上来说，如果一家公司具有两个分支机构，一个分支机构的盈利增长率较高，另一个分支机构的盈利增长率较低，则将按两家分支机构单独上市所获得的混合市盈率来进行定价。但是，很多市场参与者认为，这样的整体价值小于该情况下的各个分部之和，因此，他们赞成嘉柏公司运作微电子业务的方法——在首次公开发行中出售该高增长分支机构的少数股东权益，从而获得较高的市盈率，然后将余下部分作为特殊股利发放给股东。

238 在嘉柏公司的案例中，随后的股票表现证实了剥离 CMC 决策的正确性。在交易前不久，嘉柏公司的市场价值大约是 20 亿美元。6 个月后，嘉柏公司和嘉柏微电子公司的市场价值之和为 40 亿美元。

当然，也存在一些影响剥离后两家公司价值的因素。但是，对于分析师而言，关键的问题是单一年度的预估损益表并不提供所剥离分支机构的销售收入和盈利的历史增长情况。为了衡量剥离对市值增加的潜在影响，分析师有必要检查分支机构首次公开发行时的说明书。

同样，一年期的预估损益表也不能提供被出售或被剥离业务的盈利波动情况。虽然被剥离的业务可能在过去几年内一直拖累利润率，但是在经济萧

① 1999 年，嘉柏公司向 LNG 公司和 CMC 公司销售 2 000 万美元的化学产品。编制嘉柏公司的合并报表时，依据公认会计准则，需将这些公司间的销售拼销。如果会计准则没有拼销的要求，则多部门公司可以通过部门间的往来交易虚增销售收入和利润。将钱从一个口袋放入另一个口袋并不能代表合并企业的价值增长（收益）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条时它也可能比公司其他业务的盈利更加稳定。因此，调整后的新公司可能会经历比过去更加不稳定的盈利。

最后，业务剥离的预估调整不能反映公司集中管理核心业务所带来的潜在收益。被剥离的业务可能是在某长期弃置的地区扩张计划所形成的或者是偏离公司主要经营活动的业务。通过集中力度发展核心业务，利润的提升可能会大幅高于预估报表。预估报表只简单地调整了按规模分摊的公司管理费。

12.5.2 并购的预估财务报表

和利用预估财务报表来预计重大剥离对公司业绩的影响一样，在一定条件下，如果明智而谨慎地使用预估财务报表，也能为预测并购情况下的公司业绩提供重要基础。但是，分析师必须更加谨慎地从与并购相关的预估损益表中作出推断。与合并公司内在的不确定性相比，剥离业务的影响具有较高的可预测性。由于同企业文化的冲突，同行业公司的并购通常并不
239 成功。当公司为补充现有经营业务而并购一家企业时，其管理风格可能不适用于该行业。一方面，作为内部人，被收购公司的所有者能预期到公司的盈利增长率将会下降，而主并公司的管理层并不清楚，因而，被并公司的所有者可能以高价抛售股票。由于上述原因，并购情况下预计损益表中的利润会高于公司的实际水平。另一方面，公认会计原则不允许管理层在预估财务报表中反映合并可能获得的成本节约。因此，在某些情况下，仅从预估损益表进行推测可能是过于保守的。

表12—17和表12—18分别是半导体制造商博通公司（Broadcom）截至2000年6月30日的资产负债表和截至2000年6月30日的半年度损益表，包括对2000年9—10月间3次收购的预估调整。对调整的解释请见表下注释（a）～（b）。

通过使用股票和股票期权的方式并购股东权益总额为7 750万美元的3家公司，博通公司资产负债表上的股东权益增加了18.378 9亿美元，为26.817亿美元。同时，公司的长期负债（包括一年内到期部分）略有增加，从210万美元增加至1 460万美元。因而，如果用债务资本比来衡量信用风险（参见第13章），股票收购似乎可以降低信用风险。按照该逻辑，虽然博通公司为收购阿蒂玛公司（Altima）、纽波特公司（Newport）和Silicon Spice公司支付的股票和期权价值为40亿美元，而不是29.412亿美元（见表12—17预估调整列），博通公司的信用质量仍会有所提高。公司似乎可以通过支付过高的并购对价来改善其资产负债表。

问题的关键在于通过交易，博通公司的资产负债表增加了18.916亿美元的商誉。如第2章所述，信用分析师对商誉等无形资产所提供的债务保护是持怀疑态度的。事实上，通过支付对价高于公允价值，从而扩大无形资产规模，并不能提升公司的信用质量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

240 表 12—17

博通公司

未经审计的预估简明合并资产负债表

2000 年 6 月 30 日

单位：千美元

	历史数据				预估调整	预估合并数
	博通公司	阿蒂玛公司	纽波特公司	Silicon Spice 公司		
资产						
流动资产						
现金及现金等价物	$ 280 880	$ 5 045	$ 18 120	$ 49 716	$ —	$ 353 761
短期投资	98 982	—	—	3 145	—	102 127
应收账款净额	117 075	5 753	54	—	—	122 882
存货	38 617	2 413	—	—	—	41 030
递延所得税	8 380	520	—	—	—	8 900
预付费用及其他流动资产	26 317	190	205	1 037	—	27 749
流动资产合计	570 251	13 921	18 379	53 898	—	656 449
不动产和设备净额	62 786	939	3 696	9 368	—	76 789
递延所得税	293 160	—	—	—	(116 460)[a]	176 700
商誉和购买的无形资产净额	—	940	—	—	1 890 646[a]	1 891 586
其他资产	15 309	74	2	585	—	15 970
总资产	$ 941 506	$ 15 874	$ 22 077	$ 63 851	$ 1 774 186	$ 2 817 494
负债和股东权益						
流动负债						
241 应付账款	$ 62 400	$ 3 159	$ 699	$ 2 864	$ —	$ 69 122

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

未经审计的预估简明合并资产负债表

2000 年 6 月 30 日

单位：千美元

	历史数据				预估调整	预估合并数
	博通公司	阿蒂玛公司	纽波特公司	Silicon Spice 公司		
工资和相关福利	11 025	—	—	449	—	11 474
应计负债	22 139	4 324	401	—	13 770[b]	40 634
一年内到期的长期负债	1 167	939	889	4 636	—	7 631
流动负债合计	96 731	8 422	1 989	7 949	13 770	128 861
长期负债	966	—	2 451	3 518	—	6 935
股东权益						
普通股	681 092	23 907	29 050	96 802	(149 759)[c]	3 622 243
					2 941 151[d]	
应收票据——员工	(1 426)	—	—	(1 025)	—	(2 451)
递延股票薪酬	(10 414)	(12 610)	—	—	(680 717)[a]	(691 131)
					12 610[c]	
留存收益(累计赤字)	174 557	(3 845)	(11 413)	(43 393)	(421 520)[e]	(246 963)
					58 651[c]	
股东权益合计	843 809	7 452	17 637	52 384	1 760 416	2 681 698
负债和股东权益总额	$ 941 506	$ 15 874	$ 22 077	$ 63 851	$ 1 774 186	$ 2 817 494

说明：(a)将收购对价初始分摊至商誉及购买的无形资产、递延所得税负债和递延股票薪酬。

(b)预计交易成本。

(c)抵扣被收购公司的普通股和留存收益科目。

(d)通过发行普通股、流通限制性普通股及使用员工股票期权，合并被收购公司的权益证券。

(e)将收购价格分摊至在研的 R&D(in-process research and development)。

资料来源：2001 年 3 月 30 日的 8－K/A 表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

242 表 12—18

博通公司

未经审计的预估简明合并经营情况表截至 2000 年 6 月 30 日的 6 个月(除每股数据外,单位为千美元)

	历史数据				预估调整	预估合并数
	博通公司	阿蒂玛公司	纽波特公司	Silicon Spice 公司		
收入	$ 436 768	$ 14 722	$ 507	$ -	$ —	$ 451 997
销售成本	181 597	6 627	—	—	—	188 224
毛利润	255 171	8 095	507	—	—	263 773
经营费用						
研发费用	97 558	3 846	4 548	11 562	—	117 514
销售费用、一般费用及管理费用	42 761	3 456	1 883	3 858	—	51 958
股票薪酬费用	—	—	—	—	98 380[a]	98 380
商誉和购买的无形资产摊销	—	-	—	—	192 059[b]	192 059
并购相关成本	4 745	—	—	—	—	4 745
经营收益(损失)	110 107	793	(5 924)	(15 420)	(290 439)	(200 883)
利息和其他收入净额	8 050	130	333	1 265	—	9 778
税前收益(损失)	118 157	923	(5 591)	(14 155)	(290 439)	(191 105)
所得税费用	23 631	140	1	—	(28 810)[c]	(5 038)
净利润(损失)	$ 94 526	$ 783	$ (5 592)	$ (14 155)	$ (261 629)	$ (186 067)
243 基本的每股收益(损失)	$ 0.44					$ (0.84)
稀释的每股收益(损失)	$ 0.37					$ (0.84)
加权平均股数(基本)	212 911					222 199
加权平均股数(稀释)	253 261					222 199

说明:(a)商誉和收购的无形资产在 2～5 年预计获益期内的摊销。
(b)一般为 3～4 年期的股票薪酬。
(c)预估调整的估计税收影响。由于公司预期不能从商誉及购买的无形资产、在研 R&D 和股票薪酬的摊销中实现任何收益,因此计算中不考虑其预估调整。
资料来源:2001 年 3 月 30 日的 8—K/A 表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上，预估损益表（见表 12—18）表明，3 次收购后，博通公司的信用风险更糟糕了。从历史数据来看，博通公司在 2000 年上半年的经营收益为 1.101 亿美元。而预估调整产生了 2.009 亿美元的损失。商誉再一次影响了分
244 析结论。对报告收益的预估调整约有三分之二（1.921 亿美元）产生于商誉摊销，而这是信用分析师不太重视的非付现费用（noncash expense）。

对经营收益余下的预估调整（9 840 万美元的减少额）反映了 3～4 年期的股票薪酬（stock-based compensation）。注意，对员工股票期权成本的确认是财务报告中富有争议性的一个问题。虽然其同一般的工资和薪金一样会降低留存给股东的利润，但是，博通公司努力游说，到目前为止，已成功地避免了在损益表中披露员工股票期权成本。通过仅在财务报表附注中披露股票期权的影响，公司可以报告较高的净利润，而这一点是可以理解的。2001 年 10 月，同证券交易委员会主席哈维·皮特（Harvey Pitt）以及国际会计准则委员会（International Accounting Standards Board）信托委员会主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）一样，金融服务委员会（House Committee on Financial Service）主席迈克尔·奥克斯利（Michael Oxley）同意博通公司的处理方法。①

尽管不愿意在损益表上披露员工股票期权成本，但是博通公司毫无选择。在收购阿蒂玛公司、纽波特公司和 Silicon Spice 公司时，博通公司即承担了在员工股票期权计划下的义务。会计准则要求该公司开始确认该费用。

此外，在对阿蒂玛公司和 Silicon Spice 公司的收购中还涉及另外一种与股票相关的工具。博通公司承担了两家公司特定销售协议下的义务。该协议规定，客户购买商品达到最低限额时，便可按每股 0.01 美元的价格购买公司股票。起初，博通公司将协议确认为购买的无形资产和商誉，并且每年进行摊销。在外部审计师进行重估之后，博通公司在资产负债表上不再确认资产，而在客户行使购买股票的权利时，将其确认为收入的减项。

12.6 多年期预测

至此，本章集中讨论了一年期预测及对当期财务报表的预估调整。然而，这只能作为一个完整预测的基础。对于一个购买 30 年期债券的固定收益型投
245 资者来说，他一定对发行人超过 12 个月的财务前景感兴趣。同样，反映股票价格的未来股利现值的绝大部分也来自于公司一年以外的情况。虽然特定投资者计划持有证券的时间为一年或更短，但是他们对长期预测也是很感兴趣的。他们以有利价格出售股票的能力将取决于当时其他投资者对公司的预期。

经济环境的内在波动性使长期预测困难重重。20 世纪 70 年代后期，预测者普遍预期当时能源供应的紧张局势将持续和恶化，导致了油价的持续攀升，从而带来了石油生产企业的巨额利润以及石油开采设备、节能产品和替代能

① Gretchen Morgenson, "Time to Look at Stock Option' Real Cost," *New York Times*, October 21, 2001, Sec. 3, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

源设备制造企业的繁荣时期。20 世纪 80 年代初期，能源形势已经由稀缺转为充足，预期发展良好的许多公司反而破产了。在接下来的几年中，众多其他事件迫使公司修正其长期规划。这些事件包括：

- 拉丁美洲不发达国家的主权债券违约浪潮。
- 1987 年 10 月 19 日的股票市场崩盘。
- 杠杆收购破产浪潮。
- 海湾战争。
- 网络股的泡沫破灭。
- 亚洲金融危机。
- 2001 年 9 月 11 日，五角大楼及世贸中心遭受恐怖袭击。

突发事件的多次发生使得人们对于即使是 5 年期的预测也很难有较高的信心。

尽管存在预测失败的可能，但是多年期预测在某些情况下对财务分析还是很重要的。例如，造纸业等资本密集型企业拥有较长的建设周期，其生产能力不是逐年稳定地增加，而是通过在几年内建造大型工厂来增加生产能力。工厂建设过程中，企业必须对巨额工程贷款支付利息。费用的增加会压低利
246 润，直到几年后新厂房建成，并且开始产生收入。为了获得公司长期的财务情况，分析师必须分析工程项目第 4 年和第 5 年的损益表。相比第 1 年和第 2 年借款和利息成本的周期性高峰，该预测的难度要大得多。

财务重组（financial restructuring）也需要进行多年期预测，如杠杆收购、强强联合（megamerger）和大型股票回购。从短期来看，这些交易将大幅度提高财务风险。通常，只有当投资者认为公司有能力在几年内将负债降低到一般水平时，杠杆比率的提高才是投资者可以接受的。偿还负债的来源包括现金流和出售资产的流入。分析师必须进行预测以确定偿债计划是否基于现实的假设。尽管在长期预测中存在着内在的不确定性，但是借款人不能在没有预测的情况下，进行高杠杆交易。

所幸，分析师可以使用电子图表来反映预计交易的不同情景。分析师可以改变基本的经济假设和交易条件。公司财务结构一旦确定，分析师便可以输入最终的数据。其后的主要任务就是按季度监控重组公司（restructured company）的发展，将实际情况与预计相比较。

除高杠杆交易外，电子图表也可以用来分析资本化公司。但是，在对资产负债表中表现强劲的公司进行财务预测时，分析师不能假设公司的盈余现金将全部用来偿还债务。传统的资本化公司通常不会努力将财务杠杆降低到某一水平之下，而是会利用多余的现金来回购股票或进行并购。

本质上，多年期预计与科力斯化学公司的一年期预测（表 12—1 至表 12—12）具有相同的假设。但是，当进行 5 年期预测时，分析师必须特别注意经济周期的影响。只要销售收入呈“曲棍球棒”增长趋势（稳定向上），许多公司的预计财务报表看上去就还不错。但是，如果销售收入在一年或两年内出现下滑，公司的财务强度将立即消失。

尽管财务预测者面临着很多的不确定因素，但是认真进行的预测也可能
247 是相当准确的。即使数据受到难以预测的经济变量的影响，结果也可能是令

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人满意的。如表 12—19 至表 12—31 是美林公司医疗行业分析师苏珊娜·格瑞（Susannah Gray）编制的两个详细预测。这些表显示了在虚拟案例科力斯化学公司中所介绍的由下向上的预测方法是如何应用于现实生活基本性产业领域以外的公司的。

12.6.1 Select Medical 公司

Select Medical 公司是给患有癌症和心脏病等严重疾病的长期住院病人提供专业急性护理的医院运营商。该公司也经营非住院病人的康复门诊，提供物理治疗、语言治疗和职业治疗。

历史财务数据（见表 12—19 至表 12—22）给预测提供了对照检查。公司还提供了住院病人和非住院病人的分类数据（见表 12—20）。预测 Select Medical 公司财务状况的挑战主要在于该公司的历史波动性。按季度来看，从 1999 年年初至 2001 年年中，该公司的 EBITDA 比率（EBITDA/销售收入净额）在 7.5%～12.6%范围内波动，而在 1998 年全年为 2.4%（见表 12—21）。

格瑞对 2002 年的预计（见表 12—23 至表 12—24）表明，EBITDA 比率维持在 11.3%～11.8%之间。分析师预计 EBITDA 利息费用保障倍数将有所提高，从 2001 年第 3 季度的 3.0 倍提高到 2002 年的 3.6 倍。格瑞同时预计财务杠杆也呈有利变动趋势，总负债 EBITDA 比率由 2001 年 12 月 31 日的 2.7 倍下降到一年后的 2.3 倍。

表 12—24 进一步说明了形成预计损益表的期望收益率。而表 12—25 中的预计经营数据是形成这些百分比的基础。该公司收入和利润增长的关键决定性因素是其经营的长期急性护理（long-term acute care，LTAC）医院的数量。格瑞预计其将由 2001 年第 2 季度的 58 家增加到 2002 年第 4 季度的 76 家。收入对床位占用率也很敏感，而该比率受住院人数和住院时间的影响。类似地，康复门诊的收入对其拥有和经营的诊所数量及门诊量敏感。表 12—26 至表 12—28 反映了预期增长对固定和营运资本的影响，及由此带来的对待偿债务（outstanding debt）和利息费用的影响。

265 12.6.2 AdvancePCS 公司

AdvancePCS 公司提供多种健康服务，包括综合邮件服务、零售药房网络、门诊服务、个性化疾病管理、对临床试验和成果的研究、无医疗保险人员的处方药服务和网络药房服务。作为服务业企业，与必须持有大量存货的制造商和零售商不同，AdvancePCS 公司不需要大量的营运资本。

因此，格瑞对该公司的预测没有 Select Medical 公司那么复杂。公司的历史和预计收入（见表 12—29）主要来自零售药房网络的保险索赔和邮购处方药（见表 12—30）。由于处方药价格的持续上涨，格瑞预计每单保险索赔的收入将会增长。邮购业务的增长也有利于每单保险索赔收入的提高。相比其他经营方式，邮购能带来更大的订购量（3 个月处方，而非 1 个月处方）。与 Select Medical 公司不同，AdvancePCS 公司的收益率非常稳定。表 12—31 以偿债需求预测完成了对 AdvancePCS 公司的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12—19

Select Medical 公司的季度损益表

损益表数据	1998 年 全年 12/31/98	1999 年 第 1 季度 3/31/99	1999 年 第 2 季度 6/30/99	1999 年 第 3 季度 9/30/99	1999 年 第 4 季度 12/31/99	1999 年 全年 12/31/99	2000 年 第 1 季度 3/31/00	2000 年 第 2 季度 6/30/00	6 个月 6/30/00	2000 年 第 3 季度 9/30/00	2000 年 第 4 季度 12/31/00	2000 年 全年 12/31/00	2001 年 1 季度 3/31/01	12 个月 3/31/01	2001 年 第 2 季度 6/30/01
收入															
(专业医院)住院收入净额	62.7	70.3	78.0	77.1	82.1	307.5	87.4	91.0	178.3	95.5	105.1	378.9	113.2	404.7	119.0
门诊收入净额	83.1	27.7	28.6	26.5	58.9	141.7	106.9	107.2	214.1	99.1	103.6	416.8	108.7	418.6	112.0
其他收入	3.3	1.6	1.9	1.7	1.6	6.8	2.5	2.5	5.0	2.3	2.9	10.2	3.3	11.0	3.2
收入净额合计	149.0	99.5	108.5	105.2	142.7	456.0	196.7	200.7	397.4	196.9	211.6	805.9	225.1	834.3	234.2
年度变动率						205.9%	97.6%	85.0%	277.6%	87.1%	48.3%	76.7%	14.4%		16.7%
服务成本	128.9	84.7	90.0	87.0	121.8	383.5	167.1	167.9	335.1	169.6	181.1	685.8	189.6	708.3	197.0
一般及管理费用	12.5	4.3	5.0	5.9	6.3	21.4	7.3	7.4	14.8	6.8	6.9	28.4	8.4	29.5	8.6
坏账费用	4.0	1.3	1.7	1.9	3.9	8.9	—	—	—	—			—	—	—
折旧和摊销	4.9	3.5	3.3	3.6	6.3	16.7	7.0	7.1	14.1	7.3	9.0	30.4	7.8	31.2	7.9
经营收益	(1.3)	5.7	8.4	7.0	4.4	25.5	15.2	18.3	33.5	13.2	14.6	61.3	19.2	65.3	20.8
利息收入	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.4)	—		—			—	—	—	
利息费用	5.4	4.1	4.8	5.2	7.5	21.5	8.8	9.3	18.1	8.9	8.2	35.2	7.8	30.7	7.5
利息费用(收入)净额	5.0	4.0	4.7	5.0	7.4	21.1	8.8	9.3	18.1	8.9	8.2	35.2	7.8	30.7	7.5
其他收入/(费用)	(10.2)	—	—	—	(5.2)	(5.2)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
少数股东权益前收益	(16.5)	1.8	3.7	2.0	(8.3)	(0.8)	6.5	9.0	15.4	4.3	6.4	26.1	11.4	34.5	13.3
少数股东权益	1.7	1.1	1.1	0.8	0.8	3.7	1.1	1.1	2.2	0.8	1.1	4.1	1.4	4.4	0.9
税前收益	(18.2)	0.7	2.7	1.2	(9.0)	(4.5)	5.3	7.9	13.3	3.4	5.3	21.9	10.0	30.1	12.5
所得税	(0.2)	0.0	3.4	1.5	(2.1)	2.8	2.5	3.7	6.2	2.4	1.4	10.0	3.9	13.2	4.9
非常项目前净收益	(18.0)	0.7	(0.7)	(0.3)	(7.0)	(7.3)	2.8	4.2	7.0	1.0	3.9	12.0	6.1	16.9	7.6
非常项目	—	—	—	—	5.8	5.8	—	—	—	6.2	—	6.2	—	—	8.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

损益表数据	1998年 全年 12/31/98	1999年 第1季度 3/31/99	1999年 第2季度 6/30/99	1999年 第3季度 9/30/99	1999年 第4季度 12/31/99	1999年 全年 12/31/99	2000年 第1季度 3/31/00	2000年 第2季度 6/30/00	6个月 6/30/00	2000年 第3季度 9/30/00	2000年 第4季度 12/31/00	2000年 全年 12/31/00	2001年 1季度 3/31/01	12个月 3/31/01	2001年 第2季度 6/30/01
净利润	(18.0)	0.7	(0.7)	(0.3)	(12.8)	(13.1)	2.8	4.2	7.0	(5.2)	3.9	5.7	6.1	16.9	(1.1)
减:优先股股利	—	1.1	1.1	1.1	2.0	5.2	2.1	2.2	4.3	2.2	2.3	8.8	2.3		—
普通股净利润	(18.0)	(0.4)	(1.8)	(1.3)	(14.8)	(18.3)	0.7	2.0	2.8	(7.4)	1.6	(3.1)	3.8	16.9	(1.1)
普通股净利润,扣除非常项目	(18.0)	(0.4)	(1.8)	(1.3)	(9.0)	(12.5)	0.7	2.0	2.8	(1.1)	1.6	3.2	3.8	16.9	7.6
加权平均流通股股数															
基本	21.73	24.50	24.49	24.47	24.77	24.6	25.49	25.45	25.48	25.45	25.48	25.5	35.00	44.79	47.21
稀释	21.73	24.50	24.49	24.47	24.77	24.6	25.50	25.51	25.48	26.11	26.86	25.9	36.08	46.11	47.21
每股收益															
基本	$(0.83)	$(0.02)	$(0.07)	$(0.05)	$(0.36)	$(0.51)	$0.03	$0.08	$0.11	$(0.04)	$0.06	$0.12	$0.11	$0.38	$0.16
稀释,扣除一次性项目	$(0.83)	$(0.02)	$(0.07)	$(0.05)	$(0.36)	$(0.51)	$0.03	$0.08	$0.11	$(0.04)	$0.06	$0.12	$0.11	$0.37	$0.16
稀释,报告数	$(0.83)	$(0.02)	$(0.07)	$(0.05)	$(0.60)	$(0.74)	$0.03	$0.08	$0.11	$(0.28)	$0.06	$(0.12)	$0.11	$0.37	$(0.03)

资料来源:美林公司。

249 表12—20 Select Medical公司的资产负债表数据

	1998年 全年 12/31/98	1999年 第1季度 3/31/99	1999年 第2季度 6/30/99	1999年 第3季度 9/30/99	1999年 第4季度 12/31/99	1999年 全年 12/31/99	2000年 第1季度 3/31/00	2000年 第2季度 6/30/00	6个月 6/30/00	2000年 第3季度 9/30/00	2000年 第4季度 12/31/00	2000年 全年 12/31/00	2001年 1季度 3/31/01	12个月 3/31/01	2001年 第2季度 6/30/01
现金	13.0				4.1	4.1					3.2	3.2	2.2	3.4	14.1
负债总额	156.1				340.8	340.8					302.8	302.8	289.4	272.5	294.2
股东权益	60.5				49.4	49.4					48.8	48.8	52.3	201.2	204.7
信用统计:															
EBITDA/总利息费用	(0.3)倍	1.4倍	1.8倍	1.4倍	0.6倍	1.2倍	1.7倍	2.0倍	1.9倍	1.5倍	1.8倍	1.7倍	2.5倍	2.1倍	2.8倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	1998年 全年 12/31/98	1999年 第1季度 3/31/99	1999年 第2季度 6/30/99	1999年 第3季度 9/30/99	1999年 第4季度 12/31/99	1999年 全年 12/31/99	2000年 第1季度 3/31/00	2000年 第2季度 6/30/00	6个月 6/30/00	2000年 第3季度 9/30/00	2000年 第4季度 12/31/00	2000年 全年 12/31/00	2001年 1季度 3/31/01	12个月 3/31/01	2001年 第2季度 6/30/01
EBITDA－资本支出/总利息费用	(1.4)倍	1.4倍	1.8倍	1.4倍	0.6倍	0.7倍	1.1倍	2.0倍	1.9倍	1.5倍	1.8倍	1.1倍	1.8倍	1.4倍	2.8倍
总负债/EBITDA	(115.7)倍	0.0倍	0.0倍	0.0倍		13.4倍								2.8倍	
调整后负债/EBITDAR															
收入组合															
住院收入	42.1%	70.6%	71.9%	73.2%	57.6%	67.4%	44.4%	45.3%	44.9%	48.5%	49.7%	47.0%	50.3%	48.5%	50.8%
门诊收入	55.8%	27.8%	26.4%	25.2%	41.3%	31.1%	54.3%	53.4%	53.9%	50.3%	49.0%	51.7%	48.3%	50.2%	47.8%
其他	2.2%	1.6%	1.7%	1.6%	1.1%	1.5%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%	1.5%	1.3%	1.4%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EBITDA组合															
住院EBITDA	3.1					35.9	9.9	11.0	20.9			44.6	13.4	48.0	13.6
门诊EBITDA	12.6					22.7	17.2	19.3	36.4			65.4	19.1	67.3	20.6
其他EBITDA	(12.2)					(16.4)	(4.8)	(4.9)	(9.8)			(18.3)	(5.4)	(18.9)	(5.5)
	3.6					42.2	22.3	25.4	47.6			91.7	27.0	96.5	28.7
住院利润率	5.0%					11.7%	11.3%	12.1%	11.7%			11.8%	11.8%	11.9%	11.4%
门诊利润率	15.2%					16.0%	16.1%	18.0%	17.0%			15.7%	17.5%	16.1%	18.4%
总利润率	2.4%					9.3%	11.3%	12.6%	12.0%			11.4%	12.0%	11.6%	12.2%
年度变动															
住院						1 041.7%						24.0%	35.2%		23.3%
门诊						80.2%						188.2%	11.0%		7.0%
其他						34.8%						11.7%	12.1%		12.3%
合计						1 075.7%						117.0%	21.5%		13.0%

资料来源：美林公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

250 **表 12—21　Select Medical 公司的现金流量数据**

	1998年 全年 12/31/98	1999年 第1季度 3/31/99	1999年 第2季度 6/30/99	1999年 第3季度 9/30/99	1999年 第4季度 12/31/99	1999年 全年 12/31/99	2000年 第1季度 3/31/00	2000年 第2季度 6/30/00	6个月 6/30/00	2000年 第3季度 9/30/00	2000年 第4季度 12/31/00	2000年 全年 12/31/00	2001年 1季度 3/31/01	12个月 3/31/01	2001年 第2季度 6/30/01
经营收益	(1.3)	5.7	8.4	7.0	4.4	25.5	15.2	18.3	33.5	13.2	14.6	61.3	19.2	65.3	20.8
折旧和摊销	4.9	3.5	3.3	3.6	6.3	16.7	7.0	7.1	14.1	7.3	9.0	30.4	7.8	31.2	7.9
EBITDA	3.6	9.2	11.7	10.6	10.7	42.2	22.3	25.4	47.6	20.5	23.6	91.7	27.0	96.5	28.7
EBITDA 比率	2.4%	9.3%	10.8%	10.0%	7.5%	9.3%	11.3%	12.6%	12.0%	10.4%	11.1%	11.4%	12.0%	11.6%	12.2%
年变动率						1 075.7%	141.2%	116.2%	350.8%	94.1%	119.7%	117.0%	21.5%		13.0%
预计租金	11.1	9.0	9.0	9.0	9.0	35.9	17.2	17.2	34.4	17.2	17.2	68.7	17.18	68.7	17.2
EBITDAR	14.7	18.2	20.7	19.5	19.7	78.2	39.4	42.5	82.0	37.7	40.8	160.4	44.2	165.2	45.8
EBITDAR 比率	9.9%	18.3%	19.1%	18.6%	13.8%	17.1%	20.0%	21.2%	20.6%	19.1%	19.3%	19.9%	19.6%	19.8%	19.6%
资本支出	6.4					10.9	5.9					22.4	5.3	21.8	
营运资本来源(使用)													(13.4)		
总利息费用	5.4	4.1	4.8	5.2	7.5	21.5	8.8	9.3	18.1	8.9	8.2	35.2	7.8	30.7	7.5
偿债需求															

资料来源：美林公司。

251 **表 12—22　Select Medical 公司的经营利润率**

	1998年 全年 12/31/98	1999年 第1季度 3/31/99	1999年 第2季度 6/30/99	1999年 第3季度 9/30/99	1999年 第4季度 12/31/99	1999年 全年 12/31/99	2000年 第1季度 3/31/00	2000年 第2季度 6/30/00	6个月 6/30/00	2000年 第3季度 9/30/00	2000年 第4季度 12/31/00	2000年 全年 12/31/00	2001年 1季度 3/31/01	12个月 3/31/01	2001年 第2季度 6/30/01
服务成本	86.5%	85.1%	83.0%	82.6%	85.3%	84.1%	85.0%	80.3%	81.1%	86.1%	85.6%	85.1%	84.2%	84.9%	80.6%
一般及管理费用	8.4	4.3	4.6	5.6	4.4	4.7	3.7	3.7	3.7	3.5	3.2	3.5	3.7	3.5	3.7
坏账费用(含销售成本)	2.7	1.3	1.6	1.8	2.7	1.9	0.0	3.4	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.5
折旧和摊销	3.3	3.5	3.1	3.4	4.4	3.7	3.6	3.5	3.5	3.7	4.2	3.8	3.5	3.7	3.4
EBITDA	2.4	9.3	10.8	10.0	7.5	9.3	11.3	12.6	12.0	10.4	11.1	11.4	12.0	11.6	12.2
经营收益	(0.9)	5.8	7.7	6.6	3.1	5.6	7.7	9.1	8.4	6.7	6.9	7.6	8.5	7.8	8.9
少数股东权益	1.2	1.1	1.0	0.7	0.5	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4
所得税率	1.0	5.0	127.6	121.6	23.0	(62.7)	47.0	47.0	47.0	69.2	26.3	45.5	39.0	43.9	39.0

资料来源：美林公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

252 表 12—23

Select Medical 公司

	2001 年 第 3 季度 9/30/01	2001 年 第 4 季度 12/31/01	2001 年 全年 12/31/01	2002 年 第 1 季度 3/31/02	2002 年 第 2 季度 6/30/02	2002 年 第 3 季度 9/30/02	2002 年 第 4 季度 12/31/02	2002 年 全年 12/31/02
损益表数据								
收入								
(专业医院)住院收入净额	112.9	119.0	464.1	138.5	129.9	135.4	143.9	547.7
门诊收入净额	103.1	103.9	427.6	108.2	109.1	105.4	106.1	428.8
其他收入	3.5	4.5	14.5	5.0	5.0	5.0	5.0	20.0
收入净额合计	219.5	227.4	906.2	251.7	244.0	245.8	255.0	996.6
年度变动率								
服务成本	186.6	192.7	765.9	213.0	206.7	208.2	215.7	843.6
一般及管理费用	8.2	8.5	33.8	9.1	9.0	9.1	9.2	36.4
坏账费用	—	—	—					—
折旧和摊销	7.7	8.0	31.3	8.6	8.3	8.1	8.4	33.4
经营收益	17.0	18.2	75.2	21.1	20.0	20.4	21.7	83.2
利息收入	—		—	—	—	—	—	—
利息费用	8.3	8.2	31.7	8.1	8.1	8.0	7.9	32.0
利息费用(收入)净额	8.3	8.2	32.5	8.1	8.1	8.0	7.9	32.0
其他收入/(费用)	—	—	—	—	—	—	—	—
253 少数股东权益前收益	8.8	10.0	40.5	13.0	12.0	12.4	13.8	51.2
少数股东权益	0.2	0.3	2.9	1.0	1.0	1.0	1.0	4.0
税前收益	8.5	9.6	38.2	12.0	11.0	11.4	12.8	47.2
所得税	3.3	3.8	15.8	4.7	4.3	4.5	5.0	18.4
非常项目前净收益	5.2	5.9	23.3	7.3	6.7	7.0	7.8	28.8
非常项目	—	—	8.7		—	—	—	—
净利润	5.2	5.9	23.3	7.3	6.7	7.0	7.8	28.8
减:优先股股利	—	—	2.3	—	—	—	—	—
普通股净利润	5.2	5.9	21.0	7.3	6.7	7.0	7.8	21.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	2001 年 第 3 季度 9/30/01	2001 年 第 4 季度 12/31/01	2001 年 全年 12/31/01	2002 年 第 1 季度 3/31/02	2002 年 第 2 季度 6/30/02	2002 年 第 3 季度 9/30/02	2002 年 第 4 季度 12/31/02	2002 年 全年 12/31/02
普通股净利润，扣除非常项目	5.2	5.9	21.0	7.3	6.7	7.0	7.8	28.8
加权平均流通股股数								
基本	47.00	47.00	41.20	47.20	47.20	47.20	47.20	47.2
稀释	46.40	46.40	43.82					
每股收益								
基本	$0.11	$0.13	$0.51	$0.16	$0.14	$0.15	$0.17	$0.61
稀释，扣除一次性项目	$0.11	$0.13	$0.48					
稀释，报告数	$0.11	$0.13	$0.48					
现金流量数据：								
经营收益	17.0	18.2	75.2	21.1	20.0	20.4	21.7	83.2
折旧和摊销	7.7	8.0	31.3	8.6	8.3	8.1	8.4	33.4
EBITDA	24.7	26.2	106.5	29.7	28.3	28.5	30.1	116.6
EBITDA 率	11.3%	11.5%	11.8%	11.8%	11.6%	11.6%	11.8%	11.7%
年变动率								
预计租金	17.9	18.3	71.0	18.7	19.1	19.5	19.9	77.3
EBITDAR	42.6	44.5	177.5	48.4	47.4	48.0	50.0	193.9
EBITDAR 率	19.4%	19.6%	19.6%	19.2%	19.4%	19.5%	19.6%	19.5%
资本支出	(5.1)	(5.1)	(21.9)	(5.75)	(5.75)	(5.75)	(5.75)	(23.0)
营运资本来源(使用)	(10.7)	(8.5)	(40.1)	(9.0)	(9.3)	(11.4)	(11.7)	(41.4)
总利息费用	(8.3)	(8.2)	(32.6)	(8.1)	(8.1)	(8.0)	(7.9)	(32.0)
偿债需求	(3.7)	(3.7)	(11.0)	(5.4)	(5.4)	(5.4)	(5.4)	(21.7)
	(3.0)	0.8	1.0	1.3	(0.2)	(2.0)	(0.6)	(1.6)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	2001 年第 3 季度 9/30/01	2001 年第 4 季度 12/31/01	2001 年全年 12/31/01	2002 年第 1 季度 3/31/02	2002 年第 2 季度 6/30/02	2002 年第 3 季度 9/30/02	2002 年第 4 季度 12/31/02	2002 年全年 12/31/02
资产负债表数据								
现金	11.1	11.9	9.5	10.8	10.6	8.6	7.9	7.9
负债总额	291.3	287.7	287.7	282.2	276.8	271.4	266.0	266.0
股东权益	209.8	215.7	215.7	223.0	229.7	236.7	244.5	244.5
信用统计								
EBITDA/总利息费用	3.0 倍	3.2 倍	3.4 倍	3.6 倍	3.5 倍	3.6 倍	3.8 倍	3.6 倍
EBITDA—资本支出/总利息费用	2.4 倍	2.6 倍	2.7 倍	2.9 倍	2.8 倍	2.9 倍	3.1 倍	2.9 倍
总负债/EBITDA			2.7 倍					2.3 倍
调整后负债/EBITDAR			4.8 倍					4.6 倍

资料来源：美林公司。

255 表 12—24 Select Medical 公司

	2001 年第 3 季度 9/30/01	2001 年第 4 季度 12/31/01	2001 年全年 12/31/01	2002 年第 1 季度 3/31/02	2002 年第 2 季度 6/30/02	2002 年第 3 季度 9/30/02	2002 年第 4 季度 12/31/02	2002 年全年 12/31/02
经营利润率								
服务成本	81.5%	81.3%	81.8%	81.1%	81.2%	81.2%	81.1%	81.1%
一般及管理费用	3.8%	3.8%	3.8%	3.6%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%
坏账费用(含销售成本)	3.5%	3.5%	2.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
折旧和摊销	3.5%	3.5%	3.8%	3.4%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
EBITDA	11.3%	11.5%	11.8%	11.8%	11.6%	11.6%	11.8%	11.7%
经营收益	7.8%	8.0%	8.3%	8.4%	8.2%	8.3%	8.5%	8.4%
少数股东权益	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
所得税率	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
收入组合								
住院收入	51.4%	52.3%	51.2%	55.0%	53.2%	55.1%	56.4%	55.0%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	2001年第3季度 9/30/01	2001年第4季度 12/31/01	2001年全年 12/31/01	2002年第1季度 3/31/02	2002年第2季度 6/30/02	2002年第3季度 9/30/02	2002年第4季度 12/31/02	2002年全年 12/31/02
门诊收入	47.0%	45.7%	47.2%	43.0%	44.7%	42.9%	41.6%	43.0%
其他	1.6%	2.0%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EBITDA 组合								
住院 EBITDA	13.1	15.9	55.49	18.6	17.4	18.1	19.3	73.4
门诊 EBITDA	16.9	15.3	71.60	16.2	16.0	15.5	15.9	48.3
其他 EBITDA	(5.3)	(5.1)	(21.67)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
	24.7	26.2	106.5	29.7	28.3	28.5	30.1	116.6
住院利润率	11.6%	13.4%	12.0%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
门诊利润率	16.4%	14.7%	16.7%	15.0%	14.7%	14.7%	15.0%	11.3%
总利润率	11.3%	11.5%	11.8%	11.8%	11.6%	11.6%	11.8%	11.7%

资料来源：美林公司。

表 12—25 Select Medical 公司：收入预计

期间天数	90	91	90	91	92	92	90	91	92	92
	1999年第1季度 3/31/99	1999年第2季度 6/30/99	2001年第一季度 3/31/01	2001年第2季度 6/30/01	2001年第3季度 9/30/01	2001年第4季度 12/31/01	2002年第一季度 3/31/01	2002年第2季度 6/30/01	2002年第3季度 9/30/01	2002年第4季度 12/31/01
长期特护										
长期特护次数	41	42	56	58	60	62	67	70	73	76
总床位数	1 529	1 570	2 068	2 146	2 220	2 294	2 479	2 590	2 701	2 812
平均床位数	1 479	1 550	2 025	2 107	2 183	2 257	2 424	2 535	2 646	2 757
平均床位数/长期特护数	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
入院数	3 054	2 952	4 191	4 086	4 096	4 293	5 016	4 915	4 964	5 244
入院数/床位数	2.1	1.9	2.1	1.9	1.9	1.9	2.1	1.9	1.9	1.9
住院期	30.0	30.0	31.0	30.0	31.5	31.5	30.5	30.0	31.5	31.5
住院天数	85 206	89 151	123 740	125 587	129 017	135 242	152 980	147 451	156 351	165 172

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

期间天数	90	91	90	91	92	92	90	91	92	92
	1999 年 第 1 季度 3/31/99	1999 年 第 2 季度 6/30/99	2001 年 第一季度 3/31/01	2001 年 第 2 季度 6/30/01	2001 年 第 3 季度 9/30/01	2001 年 第 4 季度 12/31/01	2002 年 第一季度 3/31/01	2002 年 第 2 季度 6/30/01	2002 年 第 3 季度 9/30/01	2002 年 第 4 季度 12/31/01
每日统计数	947	980	1 375	1 380	1 402	1 470	1 700	1 620	1 699	1 795
床位使用率	63.0%	0.63	68.0%	65.5%	64.2%	65.1%	70.1%	63.9%	64.2%	65.1%
每个病人每天收入	$825.06	$947.00	$914.42	$890.00	$875.00	$880.00	$905.27	$881.10	$866.25	$871.20
总住院收入	70.3	119.0	113.2	119.0	112.9	119.0	138.5	129.9	135.4	143.9
预计期										
额外开设的长期特护数			2	4	2	2	3	3	3	3
入院数/床位变动				0.5%	1.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
住院期变动				0.0%	50.0%	50.0%	(50.0)%	0.0%	0.0%	0.0%
每个病人每天收入变动				0.9%	(2.1)%	(4. %)	(1.0)%	(1.0)%	(1.0)%	(1.0)%
康复门诊										
诊所总数	42	43	538	548	558	568	578	588	598	608
平均诊所数		43	544	543	553	563	573	583	593	603
总门诊量			946 180	958 443	907 987	922 894	996 608	1 029 035	973 653	988 452
每个诊所的平均门诊量			1 739	1 765	1 642	1 639	1 739	1 765	1 642	1 639
每次门诊的平均收入			$81.00	$79.30	$79.97	$79.53	$81.00	$79.30	$79.97	$79.53
总诊所收入	14.6	16.0	76.6	76.0	72.6	73.4	80.7	81.6	77.9	78.6
管理诊所收入	2.5	2.7	5.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
其他门诊收入	10.6	9.9	27.0	25.0	25.0	25.0	22.0	22.0	22.0	22.0
总门诊收入	27.7	28.6	108.6	106.5	103.1	103.9	108.2	109.1	105.4	106.1
预计期										
额外开设的门诊数			(12)	10	10	10	10	10	10	10
平均门诊量变动				0.5%	0.5%	0.5%	(2.0)%	(2.0)%	(2.0)%	(2.0)%
每次门诊平均收入变动				2.0%	1.5%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：美林公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12—26 Select Medical 公司:还本付息预计

	3/31/01	6/30/01	9/30/01	12/31/01	3/31/02	6/30/02	9/30/02	12/31/02
循环贷款	—	—	3.0	(1.0)				
定期贷款	100.0	100.0	100.0	100.0	96.0	92.0	88.0	84.0
2009 年到期、利率为 9.5%的票据	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0	175.0
卖方票据	21.4	17.7	14.0	10.4	8.9	7.5	6.1	4.7
其他	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
负债总额	298.7	295.0	291.3	287.7	282.2	276.8	271.4	266.0
偿债需求								
定期贷款					4.0	4.0	4.0	4.0
卖方票据		3.7	3.7	3.7	1.4	1.4	1.4	1.4
LIBOR=4								
利率								
循环贷款 L+2.75		6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
定期贷款 L+3		7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
票据		9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
卖方票据		6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
其他		7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
利息费用								
各期循环贷款		1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
循环贷款 L+2.75								
定期贷款 L+3		1.8	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
票据		4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
卖方票据		0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
其他		0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
利息费用总额		8.3	8.3	8.2	8.1	8.1	8.0	7.9

资料来源:美林公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

259 表 12—27 Select Medical 公司：资本性支出预计现金流项目

	6/30/01	9/30/01	12/31/01	3/31/02	6/30/02	9/30/02	12/31/02
资本支出							
维护	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
开发	3.5	2.1	2.1	2.8	2.8	2.8	2.8
	6.5	5.1	5.1	5.8	5.8	5.8	5.8
营运资本来源(使用)							
偿债要求	3.7	3.7	3.7	5.4	5.4	5.4	5.4
开发资本支出							
长期特护增加数	4.0	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0
资本支出/长期特护数	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
长期特护资本支出总额	2.8	1.4	1.4	2.1	2.1	2.1	2.1
每长期特护营运资本	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
(假设第 2 季度新增)							
01 年第 2 季度	4.0	4.0					
01 年第 3 季度		2.0	2.0				
01 年第 4 季度			2.0	2.0			
02 年第 1 季度				3.0	3.0		
02 年第 2 季度					3.0	3.0	
02 年第 3 季度						3.0	3.0
02 年第 4 季度							3.0
长期特护总营运资本	4.0	6.0	4.0	5.0	6.0	6.0	6.0
康复诊所增加数	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
资本支出/诊所数	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
康复诊所资本支出总额	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
每门诊营运资本	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
营运资本总额	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：美林公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

260 表 12—28

Select Medical 公司：营运资本预计

	12/31/00	3/31/01	6/30/01	9/30/01	12/31/01	3/31/02	6/30/02	9/30/02	12/31/02
营运资本									
应收款项	196.5	201.6	209.1	214.5	219.8	224.8	228.6	235.0	241.7
应付款项	38.8	28.9	33.0	33.7	34.5	35.5	36.0	36.9	38.0
应收款项占长期管理收入比	24.4%	24.2%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
应付款项占长期管理成本比	5.7%	4.1%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
现金来源(使用)									
应收款项		(5.1)	(7.5)	(5.5)	(5.2)	(5.1)	(3.8)	(6.4)	(6.7)
应付款项		(9.9)	4.0	0.8	0.7	1.1	0.4	1.0	1.0
新增营运资本			(4.0)	(6.0)	(4.0)	(5.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
营运资本总额			(7.4)	(10.7)	(8.5)	(9.0)	(9.3)	(11.4)	(11.7)

资料来源：美林公司。

261 表 12—29

AdvancePCS 公司：历史和预计财务数据

	2001 年 第 3 季度 12/31/00	2001 年 第 4 季度 3/31/01	2002 年 第 2 季度 9/30/01	2002 年 第 3 季度 12/31/01	2002 年 第 4 季度 3/31/02	2002 年 全年 3/31/02	2003 年 全年 3/31/03
损益表数据							
收入	2 916.5	2 991.4	3 154.4	3 161.3	3 396.5	12 860.1	14 467.8
成本	2 824.6	2 896.9	3 045.9	3 050.1	3 283.7	12 420.5	14 003.0
销售费用、一般费用及管理费用	55.1	52.2	47.0	48.0	50.0	190.4	200.0
公司重组费用	—	—	—	—	—	—	—
营业外支出	0.7	10.4	—	—	—	0.9	—
资产核销	—	—	—	—	—	—	—
经营收益	36.1	31.9	61.5	63.2	62.8	249.2	264.7
利息收入	1.6	—	0.8	0.8	0.8	3.0	3.0
利息费用	22.1	19.9	18.0	18.0	18.0	73.3	62.1
并购成本	—	—	—	—	—	—	—
税前收益	15.6	11.9	44.3	45.9	45.5	178.9	205.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

262

续前表

	2001年 第3季度 12/31/00	2001年 第4季度 3/31/01	2002年 第2季度 9/30/01	2002年 第3季度 12/31/01	2002年 第4季度 3/31/02	2002年 全年 3/31/02	2003年 全年 3/31/03
所得税费用	8.6	8.5	17.5	18.1	18.0	70.7	81.2
净利润	6.978	3.405	26.8	27.8	27.5	108.2	124.4
每股收益(基本)	$0.23	$0.09	$0.72	$0.75	$0.74	$2.93	
每股收益(稀释)	$0.16	$0.08	$0.59	$0.61	$0.61	$2.38	$2.74
平均流通在外股数(基本)	29 913	36 490	37 000.0	37 000.0	37 000.0	37 000.0	
平均流通在外股数(稀释)	44 507	44 827	45 400	45 400	45 400	45 400	45 400
现金流数据							
经营收益	36.8	42.3	61.5	63.2	62.8	249.2	264.7
折旧和摊销	21.8	19.4	9.5	9.5	10.2	38.3	43.4
EBITDA	58.6	61.7	71.0	72.7	73.0	287.5	308.1
EBITDA率		2.1%	2.3%	2.3%	2.1%	2.2%	2.1%
资本支出	9.0	18.0	12.5	12.5	12.5	50.0	60
营运资本	—	—	—	—	—	—	—
利息费用净额	20.5	19.9	18.0	18.0	18.0	70.3	59.1
债务摊销	—	—	6.6	6.6	6.6	26.3	34.0
偿还循环贷款	—	—	15.0	15.0	15.0	60.0	—
税收付现	—	—	8.7	9.1	9.0	35.3	40.6
自由现金流	29.1	23.8	10.2	11.5	11.9	45.6	114.4
资产负债表数据							
现金	124.4	110.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
负债总额	810.0	845.0	818.3	805.0	791.5	791.5	757.5
股东权益	393.2	405.7	447.4	475.2	502.7	502.7	627.15
信用统计							
EBITDA/利息费用	2.6倍	3.1倍	3.9倍	4.0倍	4.1倍	3.9倍	5.0倍
EBITDA－资本支出/利息费用	2.2倍	2.2倍	3.2倍	3.3倍	3.4倍	3.2倍	4.0倍
债务总额/EBITDA						2.8倍	2.5倍

资料来源：美林公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

263 表 12—30 AdvancePCS 公司:预测假设

	2002 年 第 2 季度 9/30/01	2002 年 第 3 季度 12/31/01	2002 年 第 4 季度 3/31/02	2002 年 全年 3/31/02	2003 年 第 1 季度 6/30/02	2003 年 第 2 季度 9/30/02	2003 年 第 3 季度 12/31/02	2003 年 第 4 季度 3/31/03	2003 年 全年 3/31/03
收入动因									
联网药店理赔	113.1	113.1	113.3	452.5	113.50	113.70	114.20	114.40	455.8
药品邮寄单	2.6	2.7	2.8	10.7	2.88	2.98	3.23	3.33	12.4
调整后总理赔数	121.0	121.1	121.6	484.4	122.1	122.6	123.9	124.4	493.0
每单理赔收入	$26.08	$26.10	$27.93	$27.93	$27.93	$29.32	$29.32	$30.79	$30.79
EBITDA/调整后总理赔数	$0.59	$0.60	$0.60	$0.59	$0.62	$0.62	$0.63	$0.63	$0.63
理赔连续增长率									
药店	0.1%	0.0%	0.2%		0.2%	0.2%	0.4%	0.2%	
邮寄	1.9%	1.9%	3.7%		3.6%	3.5%	8.4%	3.1%	
总计	0.2%	0.1%	0.4%		0.4%	0.4%	1.0%	0.4%	
每单理赔收入连续增长率	$ -	$0.02	$1.83		$—	$1.40	$—	$1.47	
收入/理赔数	$—	$0.01	$—		$0.02	$—	$0.01	$—	
利润率									
成本/收入	96.6%	96.5%	96.7%	96.6%	96.6%	96.8%	96.8%	96.9%	96.8%
S&GA/收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
分部门收入(预估数)									
数据服务									
邮寄服务									
门诊和其他收入									
收入合计									
经营利润率	2.0%	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%
折旧和摊销/收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
EBITDA 率	2.3%	2.3%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%
税率	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%

资料来源:美林公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12—31 AdvancePCS 公司:还本付息预计

	12/31/00	3/31/01	2002 年 第 1 季度 6/30/01	2002 年 第 2 季度 9/30/01	2002 年 第 3 季度 12/31/01	2002 年 第 4 季度 3/31/02	2002 年 全年 3/31/02	2003 年 全年 3/31/03	3/31/04	3/31/05	3/31/06
现金	124.35	100	150				100	100	100	100	100
循环信贷	60	95.0	88.56	83.47	77.70	71.75	71.75	50	50	50	50
银行贷款	550	550.0	542.4	534.88	527.31	519.75	519.75	485.75			
高级票据	200	200.0	200	200	200	200	200	200	200	200	200
负债总额	810	845.0	831	818.3	805.0	791.5	791.495 153	735.75	250	250	250
权益总额	393.226										
A 条款	150										
B 条款	400										
摊还											
A 条款			6.562 5	6.562 5	6.562 5	6.562 5	26.3	30.3	37.5	45.0	
B 条款			1.0	1.0	1.0	1.0	4.0	4.0	4.0	4.0	
摊还总额			7.6	7.6	7.6	7.6	30.3	34.0	41.5	49.0	
利率											
循环信贷(L+3)	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%
银行贷款	8.25%	8.25%	8.25%	8.38%	8.38%	8.38%	8.38%	8.38%	8.38%	8.38%	8.38%
高级票据	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
利息费用											
循环信贷		7.837 5	3.77				3	3			
银行贷款			11.28	11.28	11.12	10.96	44.64	42.11			
高级票据			4.25	4.25	4.25	4.25	17	17			
利息费用总额			19.299	18	18	18	64.637 441 4	62.105 312 5			
利息收入	0.03						3				
利息费用净额							61.637 441 4				

资料来源:美林公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.7 小 结

在各种财务报表分析中，预计未来财务状况和财务比率最需要技巧，得出的结果也最有价值。而预测也是风险最大的一种分析，因为只有到未来报表形成才会有正确的答案。完全不可预见的事件可能使进行预测的假设失效；经济动荡或公司财务战略的未预期变化可能使所有的计算都归于失败。

预测过程中的机会因素意味着，如果没有达到预测目的，分析师也不应该灰心。他们的目标不是绝对地精确，而是得出未来的概率模型。从逻辑上来说，模型应该考虑所有的重要证据，包括历史报表内部的和外部的。然后，分析师才能判断公司的估值（例如，股价和信用等级）是否与可能的情景和相应的概率相一致。

通过跟踪大量预测的事后准确性，分析师能评价这些方法的有效性。当
266 然，总会存在进一步改进的空间，特别是在收集行业信息方面。但是，不管方法如何精确，也不可能尽善尽美，因为经济周期是不可完全复制的。这是使财务预测充满挑战的根本原因。而缺乏可预测性和重复性也是财务预测有价值的原因。当巨额投资面临较大的不确定性时，投资者必须充分了解各种可能的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章

信用分析

267 信用分析是财务报表分析的主要内容之一，它反映对现代经济运行至关重要的多种债务形式。企业赊销商品时需要评估对方兑现承诺的可靠性。同样，商业银行将资金贷给企业时，也需要测算其按时足额偿还的可能性。相应地，银行也要向购买其存款凭证（certificate of deposit）和债券的其他金融机构证明自身的信用。在所有这些情况下，财务报表分析都将对决定是否提供信用产生重大影响。

但是，在评价信用风险时，除财务报表分析外，其他流程也很重要。财务报表可以说明贷款人偿还债务的能力，但是几乎不披露其偿还债务的意愿，而这一点也同等重要。因此，财务分析还应该察看企业偿还债务的历史纪录，而这不是标准财务报表的组成部分。另外，上例中，为了评价企业的信用，除资产负债表和损益表外，银行还必须考虑企业当地的竞争环境和竞争优势。相应的，借款给银行的机构，不仅要考虑银行的财务状况，还应该关注公共政策。各国政府相信，良好的银行系统将有利于整个经济运行，因此，授权中央银行作为最终贷款人来进行市场操作。与纯粹的、无限制的竞争相比，在这种情况下，银行破产倒闭的可能性很小。

通过财务报表分析来评价公司信用质量不充分的更为本质的原因是，借款人的信用可能正式或非正式地得到另一家企业的支持。许多市政债券
268 （municipal bond）通过由信用等级较高的债券发行人提供担保来降低融资成本。对这些债券的持有人来说，担保人的信用水平，而非市政当局的财务状况，是决定债券偿还能力的基础。有时候，公司也为信用等级较低的债券提供担保。即使在债券发生违约时，担保人无须承担连带责任，“潜在的支持”也可能影响发行人的信用质量。如果一家公司依靠其分支机构来提供原材

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料，那么，即使没有正式的保证，也可以合理假设公司会给其分支机构的债务提供支持。

记住，最终的判断可能会受到其他信息的影响。分析师可以从财务报表分析开始。与比率分析（ratio analysis）一样，每个基本报表——资产负债表、损益表和现金流量表——都能用于固定收益证券分析。在每种情况下，分析师都必须基于从未来年度预计报表中计算的财务比率来理性看待历史财务报表。

13.1 资产负债表比率

债权人面临的最直接的风险是借款人的流动性风险，即债务人无力偿还债务。许多原因可能导致这种情况发生，如企业不能举借新债来偿还旧债。而不管出于怎样的原因，流动性不足即表明企业目前需要支付的现金大于可用的现金。流动比率（current ratio）通过比较公司在当前经营周期中应付的要求权（流动负债）和以现金形式存在或在当前经营周期中将转化为现金的资产（流动资产）来说明这种情况发生的风险。根据表 13—1 强生公司（Johnson & Johnson）的资产负债表，强生公司 2000 年 12 月 31 日的流动比率为 2.16（以下计量单位为百万美元）：

$$\text{流动比率}=\frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}=\frac{\$15\ 450}{\$7\ 140}=2.16$$

269 **表 13—1** 强生公司

合并资产负债表 2000 年 12 月 31 日（单位：百万美元）

资产	
流动资产	
现金及现金等价物	$3 411
有价证券	2 333
应收账款，扣除准备 $411（1999 年，$389）	4 464
存货	2 842
递延所得税资产	1 151
预付费用和其他应收款	1 249
流动资产合计	15 450
有价证券，非流动	269
不动产、厂房和设备净额	6 971
无形资产净额	7 256
递延所得税资产	54
其他资产	1 321

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

合并资产负债表 2000 年 12 月 31 日（单位：百万美元）	
资产总额	$ 31 321
负债和股东权益	
流动负债	
银行贷款和应付票据	$ 1 479
应付账款	2 083
应计负债	2 776
应付工资与福利	488
递延所得税负债	314
流动负债合计	7 140
长期借款	2 037
递延所得税负债	255
职工相关负债	1 753
其他负债	1 328
股东权益	
优先股——无面值（核定而未发行 200 万股）	—
普通股——面值每股 1 美元（核定 21.6 亿股，发行 15.349 21 亿股和 15.349 16 亿股）	1 535
员工持股计划应收票据	(35)
其他累计综合收益	(470)
留存收益	18 812
	19 842
减：库存股，成本法（1.439 84 亿股和 1.452 33 亿股）	1 034
股东权益合计	18 808
负债和股东权益总额	$ 31 321

资料来源：2001 年 3 月 30 日的 10-K405 表。

分析师也可以通过计算速动比率（quick ratio），或者称为酸性测试比率
270 （acid test）来进行更加严格的流动性检验，该比率仅考虑现金和能迅速转化为现金的资产（有价证券和应收账款）。强生公司 2000 年 12 月 31 日的速动比率为 1.43，即

$$速动比率=\frac{速动资产}{流动负债}=\frac{\$10\ 208}{\$7\ 140}=1.43$$

评价公司的短期偿债能力，除了考虑流动资产和流动负债之间的比率外，考虑两者之间的绝对额差异也是有意义的，两者的差额称为营运资本。由表 13—1 可知，强生公司的营运资本为 831 万美元，即：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营运资本＝流动资产－流动负债

＄8 310 ＝＄15 450－＄7 140

虽然流动资产和流动负债的分析可以提示不能偿还即期债务的风险，但是债权人仍然可能借贷给不能持续偿还债务从而申请破产的公司。认识到债务人存在违约的风险，债权人希望知道当债务人清算时能有多少资产可以用来偿还债务。① 财务杠杆比率可以用来解决该问题。

直接衡量资产保护能力的指标是资产负债比，根据表 13—1 有：

$$资产负债比=\frac{总资产}{总负债}=\frac{\$31\ 321}{\$12\ 513}=2.50$$

（总负债等于总资产减股东权益。）

换句话说，即使强生公司 313.21 亿美元的资产降低 60％，其在清算时，仍可以满足债权人 125.31 亿美元的要求权。该数值越大，“安全垫”（equity cushion，所有者权益等于总资产减总负债）将越大，对债权人的保护程度越高。

债权人也可以通过所有者权益和待偿债务之间的比较来衡量权益对其的

271 保护程度。对于金融企业来说，该比率通常大于 1.0，通常用债务权益比（debt-equity ratio）来反映，即：

$$债务权益比=\frac{总负债}{总权益}$$

传统的资本化公司（与进行杠杆收购的公司不同）的债务权益比则通常小于 1.0。一般用债务资本比（total-debt-to-total capital）来反映其财务杠杆：

$$债务资本比=\frac{总债务}{总债务+少数股东权益+总权益}$$

银行的“资本充足率”（captial adequacy）通常用权益资产比（the ratio of equity to total assets）来衡量：

$$权益资本比=\frac{总权益}{总资产}$$

以下将针对上述比率进行具体说明，这些比率的计算将远比看起来的要复杂得多。这是因为激进的债务人通常会努力满足债权人所要求的最高杠杆条款，并不履行其谨慎的义务。本章对各杠杆比率定义的讨论将解决主要的问题，但不会给出绝对正确的计算规则。然后，本章将说明，将这些比率应用于不同时间和不同债权人之间的比较分析会更有意义。最后，通过案例说明保持计算方法的一贯性要比运用正确的计算方法更重要。

① 实践中，如果公司破产，美国破产法（United States Bankruptcy Code）鼓励公司重组（reorganization），而不是简单的清算（liquidation）。通常，重组方案下，部分债务将被减免，公司可以得到复苏，并通过支付证券的方式来清偿债务。但是，支付给每一类债权人证券的价值与资产保护有关，因此，以下分析同样适用于重组和清算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13.1.1 总负债的组成

有些时候，对于公司来说，财务杠杆计算中只考虑长期负债是合理的，因为通常只是季节性地运用短期负债，例如，为购进与圣诞节相关存货而进行的融资。公司可能利用银行信用额度（bank lines）或者发行商业票据来满足资金需求，然后在存货销售之后再偿还全部的临时借款（interim borrowing）。即使能在每个经营周期的某个时点将短期负债“清零”的公司也可以认为其真正的财务杠杆应该用资产负债表上的永久（长期）负债来表示。但
272 是，许多债务人破坏了这个原则，他们更加依靠短期负债，即不按临时借款偿还，当负债规模增加到一定程度时也不利用发行债券等融资方式（用长期债务替代）来降低成本。这些短期负债应该被看成是永久的，并包含在财务杠杆的计算中（根据公司将用新的长期负债代替即将到期的债务的保守假设，一年内到期的长期负债也应该计入总负债的计算中）。

此外，尽管信用分析应该警惕前述对短期负债的依赖性，但是也没有必要和前些年一样草木皆兵。依靠到期日小于 1 年的负债有两个风险。第一个风险是潜在的流动性不足风险。如果当债权人不能进行展期（因为信贷很严）或者不愿意展期（因为债权人认为债务人的信用下滑）时，较大金额的债务到期，债务人将不能支付即期负债。但是，如果债务人拥有信贷周转协定（revolving credit agreement），即债权人提供贷款的长期承诺（在符合某些条件的情况下，例如，保持规定的财务比率，经营过程中不发生重大变动），则可能消除这种风险。依靠短期借款的另一个风险是利率波动（interest-rate fluctuation）风险。如果大量负债即将到期，而自发生借款开始利率已经大幅上升，则债务人的经营成本可能在一夜之间猛涨。

注意长期浮动利率负债也可能面临利率波动风险。公司可以通过使用金融衍生工具（financial derivatives）来控制这种风险。一种方法就是限定借款人的利率上限，即制定一个最大利率，而不管未来市场利率有多高。此外，债务人可以利用利率掉期（interest-rate swap）将浮动利率债务转化成固定利率债务（对公司而言，即使能达到同样的效果，与直接发行固定利率债券相比，供求关系会使得发行浮动利率债券和掉期的组合操作更加经济）。公开财务报表只提供公司利用金融衍生工具进行利率风险管理的一般信息。

有时，债务人认为总负债计算中应该不包括债权人可以选择转化为普通股权益的债务。信用分析的强硬派认为：“当持有者将其转换为股权时，
273 它才是所有者权益。而在那之前，它就是债券。”但是，实际上，如果债券的转换价值（conversion value）足够大时，大多数持有者都会选择将债券转换为普通股。特别是如果发行人拥有回购债券、提前偿还的期权时，将使不转换的持有者遭受损失。分析师应该记住，最终的目标不是计算比率而是评估信用风险。因此，最佳的方法是将可转换债券（convertible debt）计入总负债，但是，在将债务人与同类公司进行比较时，也要同时考虑转换的概率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优先股①（preferred stock）使杠杆计算进一步复杂。一方面，从法律角度看，优先股明显属于权益；从清偿角度看，它排在负债之后。优先股支付股利而不是利息，因此，没有发放股利并不造成违约。另一方面，与普通股股利不同，优先股是由合同约定固定股利。而且，优先股通常是累积优先股，意味着发行人在发放普通股股利之前必须先发放拖欠的优先股股利。此外，不是所有的优先股都具有和普通股一样的永久特征。优先股可以包含偿债基金（sinking fund）条款，像债券中的条款一样，它要求在到期之前偿付在外发行面值的较大部分。这样的条款意味着，在这种情况下，公司的财务弹性要比永久优先股情况下低，永久优先股在任何时间都不能要求返还本金（principal）。另一种优先证券是可转换优先股（exchangeable preferred stock），发行人可以将其转换成债务。因此，在信用分析时，将其完全作为所有者权益将低估财务风险。总之，信用分析师必须认识到资本结构中优先股的存在可能会提高风险。可以通过计算总固定债务与总资本的比率来进行反映：②

$$\text{总固定债务与总资产的比率}=\frac{\text{总债务}+\text{优先股}}{\text{总债务}+\text{少数股东权益}+\text{优先股}+\text{普通股权益}}$$

同优先股一样，表外租赁债务（off-balance-sheet lease obligation）可以使公司获得很多债务融资的好处，而不违反债券合约的限制性条款。会计准
274 则要求把资本性租赁单独或者作为长期负债的一部分在资产负债表上反映，从而使这些类似债务的义务部分地揭示出来。信用分析师应该进一步分析。除了在总负债计算中包含资本性租赁外，他们还应该考虑经营性租赁所产生的表外负债，而这些在财务报表附注中披露（作为“租赁费用”）。但是实际的问题是，尽管会计准则对资本性租赁和经营性租赁进行了区分，但是从经济范畴来看，这两种财务工具的差别很小。实际上，债务人费尽心思使资本租赁满足公认会计原则条件下经营性租赁的条件，从而无须在资产负债表中反映，也希望能获得信用评价的好处。信用分析师不应该上当，而是应该将财务报表附注中显示的当年租金进行资本化。通常的做法是将年内租金乘以7或者8，该计算结果相对较为准确。

13.1.2 其他表外负债

为了获得债务的好处而同时又不影响信用评价，公司毫无疑问会利用租赁业务。和租赁业务一样，利用其他方法，企业也可以隐藏债务，从而获得经济利益。总之，判断信用质量的关键应该是其经济影响，而这在会计处理中可能反映，也可能不反映。

通过成立合营公司（joint ventures）或者设立部分所有的分支机构，公

---

① 本段关于优先股的论述也适用于偏好股（preference stock），其在形式上与优先股类似，但是在资本结构中次于优先股。

② 在此处和随后的资本总额定义中，包含少数股东损益（minority interest）。该项目在杠杆计算中要视为权益，因为其不涉及契约性支付，并且受偿权排在负债之后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司可以利用财务杠杆而并不在合并资产负债表中列示相关债务。但是至少分析师应该将所产生债务的相应比例计入公司，从而“匹配”其从关联企业中所获得的现金流收益（注意，现金流应扣减非完全合并关联企业的未汇缴利润——不能用于股利支付的部分）。在某些情况下，关联企业的经营对母公司的经营是非常重要的，例如，合营纸浆厂为母公司完全控制的造纸厂提供原材料。在这种情况下，即使没有相应的法定义务，母公司也有很强的动机在合营企业发生财务困难时承担起还本付息的责任（法律上将其称为按份责任，与之相对应的是连带责任，即每个合伙人都必须承担其他人的责任）。在特定条件下，将合营公司或非合并分支机构大于股权比例的债务计入母公司也是合理的，最高计入比例为 100%。

1992 年，英国《独立报》（*The Independence*）对利用债务而不在资产负债表中确认的一种巧妙方法进行了报道。根据该报的报道，开罗 Faisal Islamic 银行为经营困难的房地产开发商奥林匹亚 & 约克公司（Olympia & York）提供了 2.5 亿美元的贷款。而作为一个具有伊斯兰信仰的组织机构，银行是不允许收取利息的。《独立报》称，银行实际上是在奥林匹亚 & 约克公司的一座大厦拥有回售的期权。据报道，该期权按 2.5 亿美元加上期权有效期内市场利率所确定金额来执行。《独立报》称，由于执行价与贷款之间的差额并不作为利息确认，因此 2.5 亿美元的融资并没有在奥林匹亚 & 约克公司的资产负债表内作为贷款来列示。

《独立报》注意到，奥林匹亚 & 约克公司的发言人对此进行了否认。但是，如果会计账目大体上是正确的，那么，则该交易成功地转移了视线。奥林匹亚 & 约克公司的主要债权人之一巴莱克银行（Barclays Bank）称从未听说过开罗 Faisal Islamic 银行的交易。[1]

众多的表外负债中，职工福利义务（employee benefit obligation）具有不同的特点。第 87 号财务会计准则公告（SFAS87）规定，与员工服务相关的养老金负债需在资产负债表中确认。同样，SFAS106 号要求将退休后健康保健福利（post-retirement health care benefits）确认为表内负债。但是，还没有对未来工资的预期上涨进行确认，其影响利润表中养老金费用（pension expense）的计算结果。与其他隐藏负债不同，该义务的产生是为了能促进公司发展（吸引和留住有能力的员工），而不是作为使股东获得杠杆收益的潜在工具。

一般而言，已足额缴款的养老金不会带来信用风险。同样，信用良好公司的养老金缴款略有不足，并且正在补足时也只会产生较小的负面影响。但是，大额或正在扩大的未缴款养老金负债——虽然很难明显进行量化——将使公司的信用评级恶化。当公司发生破产时，应监督退休金保付公司主张资产要求权，如果成功，这将减少其他债权人的受偿金额。

① Nick Fielding, Richard Thomson, and Larry Black, “Undisclosed Debt Worries Hang over O & Y,” *The Independent*, May 10, 1992, Business on Sunday Section, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13.1.3 递延所得税是资本的组成部分吗?

许多公司资产负债表中靠近所有者权益的科目是“递延所得税”。该科目反映了按法定利率（statutory rate）计算的所得税与实际支付的所得税之间的累计差额。该差额反映了资产和负债的税基与满足财务报告要求的账面价值之间的差异对未来的纳税影响。

很多分析师认为，由于递延所得税负债永远不会到期，因此也不会成为真正的负债（只要公司支付的税金小于其按法定税率计算的金额，递延所得税科目就会持续增长），因而将其列示为负债将低估公司净值。持这种观点的人在债务资本比的计算中将递延所得税加回分母以调整被低估的净价值，因此：

$$债务资本比=\frac{总负债}{总负债+递延所得税+少数股东权益+总权益}$$

一般而言，这种做法是可行的。但是，分析师必须记住，对于所有公司而言，确保计算方法的一贯性比以比率计算的准确性要更加重要。需要注意的是，形成递延所得税的因素有很多，但是，并非所有的因素都意味着永久性递延。例如，一家国防承包商可以将与某一具体合同相关的所得税递延至合同完成为止。虽然具体数值很难获得，但是分析师不想将即将要完成的合同的递延所得税计入权益。

13.1.4 管理层对债务态度的重要性

如前所述，公司利用各种方法，在获得财务杠杆的收益的同时，不影响
277 公司的信用评级和筹资成本。分析师应该注意，公司的各种方法不仅局限于会计手段，一些管理团队还利用偷梁换柱的障眼法。

一方面，公司宣称管理层已经认识到，从长远来看，保守的财务政策是有利于股东利益最大化的。首席执行官发誓，公司再也不会因为过度负债而陷入财务困境（financial strain）。为了表明他们的决心，管理层制定了新政策来增加现金流，并偿还了一部分短期借款。信用分析师主要依靠对财务比率趋势的分析来进行信用评价，公司的这些行为能够改善其看法，因而公司能以较低的利率发行长期债券。然而，一旦资金到手，管理层就失去了在债权人面前表现出保守态度的动力，转而采取激进的财务政策，并很快使公司陷入困境。

不是每个人都会被蒙骗的。穆迪公司和标准普尔公司在进行债券评级时很重视管理层对债务的态度（参看本章“信用风险”）。对于为了进行下次公开发行而暂时改善资产负债表的公司，它们努力避免给予较高的信用评级。这些机构也因此常被指责是过于保守了。公司抱怨债券评级机构过分纠缠于过去较差的财务比率，而实际上，这些机构是三思而后行的。根据它们对管理者的经验，它们推断出近期财务杠杆的改善仅仅是权宜之计，而不是债务政策的长期改变。以下通过维亚康姆国际公司（Viacom International）的例子来说明评级机构是完全有理由对管理层的保证持保留态度的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自 1987 年以来，标准普尔公司已经多次提高和降低这家多元化媒体公司的等级（见图 13—1)。图 13—1 表明，维亚康姆公司是次级债（subordinated debt）等级，因为大部分时间内，该公司都没有公开发行优先级债（senior debt)。1987 年初的杠杆收购使等级从 BB—迅速下降到 B—。1989 年，由于经
278 营业绩良好，等级升至 B。1991 年，该公司发行股票，等级升至 B+。

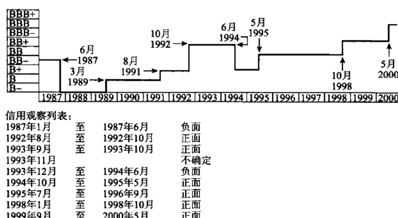


图 13—1 信用评级历史：维亚康姆国际公司

资料来源：标准普尔公司。

1992 年 7 月，维亚康姆国际公司总裁兼首席执行官弗兰克·J·比安迪（Frank J. Biondi）宣布，公司计划赎回高成本债券，表明公司正在进一步向完善的目标迈进：

> 债券回购的相关费用可以看做是维亚康姆国际公司的一次性投资，由于公司能继续获得低成本借款，该投资将在随后几个季度内很快收回。①

根据比安迪的说法，维亚康姆公司的目标是继续降低借款成本，因而，可以得出公司将努力提高其债券等级的逻辑推理。毕竟，较高的债券等级意味着公司的信用风险较低，才能使公司以较低的利率水平获得借款。公司的债券等级也确实于 1992 年 10 月提升至次级水平的 BB+。但是，不到两年时间，该公司又兼并了另外一家传媒巨头派拉蒙公司（Paramount)。结果，由于债务资本比的上升，1994 年 6 月，维亚康姆公司的债券等级迅速下降到以前的次级等级（subordinated rating）B+。显然，该公司宣布的持续降低借款成本的目标并不一定意味着管理层将长期坚持这个目标。

但是，从图 13—1 可见，不久以后，该公司的债券等级再次提高。维亚

① 除非另有说明，本部分所有的引述均来自 Martin S. Fridson, "Crossover Dreams versus Crossover Reality," *This Week in High Yield*, published by Merrill Lynch & Co., October 4, 1996, pp. 1-8。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

康姆国际公司兼并了视频运营商布洛克巴斯特（Blockbuster）公司，该公司的财务杠杆适度，并且拥有大量现金。合并后的公司不仅具有坚实的财务基础，而且宣布将出售有线电视业务和 Spelling 娱乐集团的部分股权来偿还债务。基于此，1994 年 8 月，标准普尔公司的信用观察表明，可能将提高维亚康姆国际公司的信用等级。1995 年 5 月，随着出售有线电视业务的完成，该公司的债券等级攀升至 BB−，标准普尔公司预计，完成 Spelling 娱乐集团的交易后，公司的债券等级会有进一步的提升。

279 但是，维亚康姆国际公司的上升过程被再一次中断了。1996 年 1 月，颇具声望的比安迪总裁突然辞职，行业刊物称他是被迫辞职的。董事长萨·雷石东（Sumner Redstone）接任首席执行官，并且宣布公司将采取更加“开拓、创新、激进”的管理风格。穆迪公司曾于 1995 年 7 月计划提高维亚康姆国际公司的债券等级，对于穆迪公司而言，这意味着公司可能改变其降低债务的计划。

雷石东试图平息影响投资者购买公司债券积极性的各种担心。他说：“维亚康姆国际公司已经并将持续努力改善资本结构，使之更为稳健。”他补充到，债券等级的持续提升仍然是公司的主要目标。1996 年 2 月 21 日，市场预计公司将回购股票，这与公司降低债务权益比的目标相违背，雷石东再次重申了将持续提升债券等级的承诺。

不久，投资者便认识到，维亚康姆国际公司是如何解决管理层所宣称的提升公司债券等级的目标与证券分析师预计管理层计划回购股票之间的矛盾的。1996 年 5 月，公司称收购对价太低，放弃了出售 Spelling 娱乐公司的计划，而这是之前标准普尔公司提升该公司债券等级的主要原因。随后，1996 年 9 月，维亚康姆国际公司和雷石东投资公司宣布计划回购 5.2%的公司股票。即使该公司债券二级市场价格下滑，该公司仍然坚持宣称其要努力提升公司的债券等级。但是，标准普尔公司将维亚康姆国际公司从提升债券等级的观察列表中删除。

因此，1992 年末至 1996 年，信用分析师应该对维亚康姆国际公司宣称以持续降低财务杠杆为首要目标保持怀疑态度。直到 1998 年 10 月，该公司的次级债券等级才从 1994 年 6 月的下降上升至 BB+。随后，债券等级继续上升，这在一定程度上表明管理层确实将降低债务资本比作为重要方向。然而，维亚康姆国际公司会采取战略性合并和股票回购等方式，使债权等级在进一步提升之前出现倒退。

总之，信用分析师应该假设提高债券等级是公司管理层的次要目标。如果公司股票在一定时间内比较低迷，管理层通常没有动力将债务从资本结构中清除，这样会降低股东权益收益率（参见第 14 章）。同样，首席执行官也是人，也会难以拒绝公司做大做强的机会。因此，当大型兼并机会来临时，
280 即使需要大规模借款、使公司债券等级下降而不是所希望的上升，首席执行官可能也会进行并购。

同其他类型的财务报表分析一样，分析师也需预计未来。考虑管理层未来可能采取的措施，公司偿还既定负债的预期可能优于或者劣于比率所反映

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的信息。但是，信用分析师不能相信管理层的表面言论。当首席执行官宣布公司的首要任务是获得较高的债券等级时，还应该询问以下细节：为了达到这个目标，公司的具体行动方案是什么？目前，公司已经进行到了哪个阶段？

总之，对于公司各种免责的托词，特别是公司在进行债券发行时，信用分析师应该进行认真的分析。当投资者询问管理层是否将坚持提升债券等级的目标时，首席执行官会漫不经心地回答："当然，如果一生只有一次的并购机会来临，并且需要进行借款，那么，我们将不得不暂时延缓降低债务的计划。"信用分析师通常可以假设在发行债券后不久，这个一生只有一次的机会将会变成现实。

13.2 损益表比率

传统信用分析重点关注的是流动性和资产保护（asset protection），两者都是用资产负债表比率来衡量的，而一种较新的观点认为，利润才是保持流动性和资产价值的根源所在。利润使系统内有充足的现金流，并证明了厂房、机器设备等生产性资产的价值。按照后一种观点，损益表不仅为所有者权益分析师所青睐，对于信用分析也是十分重要的。

对于损益表而言，信用分析主要关注债务人的利润率（利润占销售收入的百分比）。利润率越低，则销售价格的小幅下降或成本的略微上升可能带来损失的风险越大，而损失又将通过减少所有者权益来影响资产负债表比率，如债务资本比。

在损益表中，利润有多种衡量口径，或者在扣除各种费用之前，或者在扣除各种费用之后，直到得出损益表的最后一行——净利润。最为常见的利润率计算方法如下：

$$毛利率=\frac{销售收入-产品销售成本}{销售收入}$$

$$经营利润率=\frac{经营利润}{销售收入}$$

$$=\frac{净利润+所得税+利息费用-利息收入-其他收入}{销售收入}$$

$$税前利润率=\frac{净利润+所得税}{销售收入}$$

$$净利率=\frac{净利润}{销售收入}$$

将以上公式应用于强生公司的损益表（见表13—2），该公司2000年的利润率计算如下：

$$毛利率=\frac{29\ 139-8\ 861}{29\ 139}=69.6\%$$

$$经营利润率=\frac{4\ 800+1\ 822+146-379+67}{29\ 139}=22.2\%$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$税前利润率=\frac{4\ 800+1\ 822}{29\ 139}=22.7\%$$

$$净利润率=\frac{4\ 800}{29\ 139}=16.5\%$$

282 **表 13—2** **强生公司**

损益表截至 2000 年 12 月 31 日的会计年度
（单位：百万美元）

销售收入	$ 29 139
产品销售成本（1998 年包含了因重组而核销的 60 000 000 美元存货）	8 861
毛利润	20 278
销售、市场营销及管理费用	10 875
研究费用	2 926
购买的在研 R&D	54
利息收入	(379)
利息费用，扣除资本化利息	146
其他费用净额	67
重组费用	(33)
	13 656
税前收益	6 622
所得税费用	1 822
净利润	$ 4 800
基本每股收益	$ 3.45
稀释每股收益	$ 3.40

资料来源：2001 年 3 月 30 日的 10-K405 表。

强生公司的利润率要高于工业公司的整体水平，但低于制药行业的其他公司。同时，我们看到，在经营利润率的计算过程中，公式要求扣除其他收入，但由于其他支出大于其他收入，计算中将负值加回。最后，注意公式不要求加回 3 300 万美元的重组支出（restructuring charge），这是公司的非经常项目（参见第 3 章）。不过，在确定公司真实的盈利能力时，分析师应该注意非经常费用。

在某些情况下，税后营业外项目（aftertax nonoperating item）的存在可能会使得税前利润率和经营利润率的分子不一致。根据公式，税前利润率是从下向上计算，而经营利润率是从上向下计算的。例如，会计政策变更的累计影响数在线下或者在所得税扣除之后列示。那么，净利润与所得税之和将不等于利润表上所列示的税前利润。为了确保公司间的可比性，分析师在计算每个公司的利润率时，应该采用相同的计算过程，而不能走捷径以避免产生歧义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同的利润率指标反映了管理效率的不同方面。毛利率反映了管理层以有利的价格进行商品买卖的能力，特别适用于零售商分析。经营利润率则反映了不考虑财务政策（决定了利息费用）和税率（不在管理层控制范围之内），管理层经营公司的业绩，包括明智的商品买卖、控制销售和管理费用。[①]
283 财务政策和税率最后体现在税前利润率和净利率的计算公式中，净利率反映了影响盈利能力的全部因素，无论其是否在管理层的控制之下。

在计算利润率时，分析师应该剔除非经常性利得和损失的影响，确定在未来可持续的盈利水平。

信用分析师感兴趣的另一个利润表比率是固定费用保障倍数，它衡量公司盈利能够足额支付债务利息的能力，这也是债权人最为关心的问题。简单来说，固定费用保障倍数等于经营收益能够支付利息的倍数：

$$\text{固定费用保障倍数}=\frac{\text{净利润}+\text{所得税}+\text{利息费用}}{\text{利息费用}}$$

但是，还需要对基本公式作一些调整。同利润率一样，非经常性项目应该从计算中剔除以反映持续偿付的水平。另一个重要的调整则涉及利息资本化和经营性租赁支出。

13.2.1 资本化利息

SFAS34号规定，公司可以将部分利息成本资本化，而非费用化。与用来修建厂房的砖瓦一样，为其筹资所发生的成本将带来未来的收益，因此，借款成本不应该全部在第一年冲销。但是，无论是费用化还是资本化，公司盈利必须支付所有的应计利息，应计利息应该作为固定费用保障倍数公式中的分母。因此，应该修正基本公式，分母中不仅应该包括利润表中的利息费用，还应该包括资本化利息，该数字取自利润表或财务报表附注（如果数值很小，资本化利息可以忽略不计，分析师可以不进行公式调整）。但是分子不应该包括资本化利息，因为它是总费用的抵减项，已经反映在净利润中。因此，如果将其包括在分子中会造成重复计算：

$$\begin{array}{c}\text{固定费用保障倍数}\\\text{（资本化利息调整后）}\end{array}=\frac{\text{净利润}+\text{所得税}+\text{利息费用}}{\text{利息费用}+\text{资本化利息}}$$

284 13.2.2 租赁费用

如前所述，表外经营性租赁实际上具有与表内负债一样的经济影响。信用分析师除应该考虑经营性租赁所代表的负债之外，他们还应该将年固定费用计入保障倍数的计算之中。其中的一种方法是，简单地将财务报表附注中的当期总租赁费用分别加回固定费用保障倍数公式中的分母和分子。另一种方法是加回租赁费用的三分之一数值（计算公式如下）。从理论上说，如果筹

---

① 从技术上来说，虽然法定税率是不可控的，但是有效税率在一定程度上是可控的。因此，在税前利润率之外计算经营利润率仍是有用的，可以在反映管理层财务敏感度之外，衡量其运营能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集资金购入资产，那么租赁费用的三分之一通常等于需要支付的利息，而三分之二等于所偿还的本金：

$$\frac{\text{固定费用保障倍数}}{\text{（资本化利息和经营租赁调整后）}}=\frac{\text{净利润}+\text{所得税}+\text{利息费用}+1/3\text{ 租金}}{\text{利息费用}+\text{资本化利息}+1/3\text{ 租金}}$$

将经营性租赁费用包含在固定费用保障倍数的计算公式中会产生两个难题。首先，证券交易委员会不要求公司在季报中披露租赁费用。因此，分析师只能根据最近一年的租金水平来估计中期数（虽然少数一些公司在中期报告中披露资本化利息，资本化利息也存在着同样的问题）。其次，特别是零售商经常约定半固定（semi-fixed）的租金费用，部分租金与收入相联系。一些人认为，变化部分——或有租金（contingent rental）——应该从固定费用保障倍数的公式中剔除。但是，这种方法会导致分子包含了超过收入临界值所带来的利润，而分母却忽略了收入超过临界值后所发生的费用。反映或有租金的较好方法是，在计算资产负债表债务资本比时，只对强制部分进行资本化。

13.2.3 利息收入

与固定费用保障倍数相关的最后一个问题是利息收入。有时，公司认为
285 分母应该只包括利息费用净额。该值等于利息费用与带息资产，主要是有价证券，产生的利息费用的差额。公司认为，二者可以抵减，经营收益只需要支付除利息收入"自动"支付外的利息费用。但是，当公司拥有大量、临时有价证券投资组合时，这种方法是靠不住的。在这种情况下，公司将资金投资于经营性资产后，基于当年净利润计算的固定费用保障倍数将大大高估以后年度对债权人的保护程度。但是，如果公司的战略是将大部分资产长期投资于有价证券（一些制药厂就是这样做的，为了获得特定的税收利益），则分析师应该在分析中将相关流动性作为积极因素来考虑。

13.3 现金流量表比率

与资金来源和使用相关的比率从最基本层面上来衡量信用质量——公司产生足够现金偿还债务的能力。这些比率也反映了公司的财务弹性；相对于因融资困难或成本过高而被迫紧缩的公司而言，不依靠外部融资的公司可以承担较高的经营风险。此外，现金流比率的趋势可以预测资产负债表比率的变化。由于公司一般不愿意发行新股，这样会稀释现有股东权益，因此，现金缺口可能通过债务融资来补充，从而造成债务资本比的上升。

对于资本密集型的制造业和公共事业单位来说，一个重要比率是现金流一资本支出比率（cash flow to capital expenditure）：

$$\text{现金流—资本支出比率}=\frac{\text{经营活动现金流量}}{\text{资本支出}}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该比率越高，则财务弹性越大。但是，还应该分析内部产生资金与资本支出之间的关系发生变化的原因。对于资本密集型行业来说，一般会经历一个资本支出的周期。通过建设大规模厂房来增加生产能力，这需要花费几年的时间。一旦形成新的生产能力，资本支出就会放缓一段时间，直到需求增长，开始另一轮新的投资。经过这个周期，企业的现金流比率下降。当然，这并不会使企业的信用质量长期恶化。但是，现金流—资本支出比率呈长期下降趋势的公司可能会过度负债，财务风险将逐年上升。同样，该比率上升时，也需要进一步解释其原因。根据现金流—资本支出比率，公司骤减资本预算能增加财务弹性。但是，削减支出也可能牺牲市场份额或者使公司的技术落后，从而损害公司的长期竞争力。

286

最近一期的现金流—资本支出比率是有用的指标，但是，信用分析师总是更关注未来的比率。评价公司保持现有现金流充足水平的方法之一是计算折旧—现金流比率：

$$折旧—现金流比率=\frac{折旧}{经营活动现金流量}$$

与盈余不同，折旧基本上是一个可以计划的项目，能通过会计准则来确定现金流。折旧产生的现金流占比越高，公司现金流的可预测性就越高，财务弹性对变幻莫测的市场的依赖性也就越低。

最后，来看一下资本支出—折旧比率：

$$资本支出—折旧比率=\frac{资本支出}{折旧}$$

如果该比率在几年内都小于 1 就需要引起警惕了，这表明公司不能进行厂房和设备的重置。不进行必要的资本重置（capital replacement）就等于企业的逐步清算。同样的道理，分析师不能因为资本支出持续超过折旧就简单地认为一切正常。首先，持续的通货膨胀意味着今天用于购买厂房和设备的名义货币将不具有与折旧资产购置时相同的购买力（生产流程的技术进步可能解决这个问题，因为由于公司进行资产的重置，单位产品的实际成本可能下降）。其次，由于磨损或者过时，折旧额可能会被低估。如果是这样，那么资本支出—折旧比率将高估资本支出的充足度。最后，即使资本支出能够匹配现有厂房和设备的折旧额，资本支出也可能不够。对于快速增长的行业来说，如果不能以和竞争者同样的速度来进行生产能力的扩张，公司有可能失去规模经济，成为行业波动的牺牲品。

13.4 组合比率

至此，本章讨论的财务比率均取自三大基本财务报表之一。在财务分析过程中，这些基本比率类似于楔子、杠杆、车轮和螺钉等简单工具，可以用来提高生产力。但是，如果将杠杆和车轮组合成独轮车将是非常显著的进步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样的道理，将不同财务报表的数字进行组合可以释放出强大的分析能量。

13.4.1 回报率衡量指标

最有价值的组合比率之一就是将收益和资产负债表数字相结合，用于衡量企业利用所拥有的资产或投入资本产生收益的能力。此类指标将信用分析和经济学概念资本生产率（productivity of capital）联系起来。

举例说明，假设 A，B，C 三家公司均没有负债。如果仅看净利润率，则 A 公司优于其直接竞争者 B 公司和处于不同行业的 C 公司。而从组合比率权益收益率（ratio of return on equity）来看，则 C 公司最高，而其所处行业的销售净利润率则较低，即：

	A公司	B公司	C公司
销售收入	$1 000 000	$1 000 000	$2 000 000
净利润	50 000	40 000	60 000
权益	500 000	500 000	500 000
净利润率	5.0%	4.0%	3.0%
净利润/销售收入净额			
权益收益率	10.0%	8.0%	12.0%
净利润/权益			

从经济学家的角度来看，这个结果表明，A 公司和 B 公司所在行业的投资者能获得 8%～10%的收益率，他们可能会将资本转移到 C 公司所处的行业，该行业的投资回报率是 12%。资本转移的信用内涵是 A 公司和 B 公司融资的难度将加大，因而，财务弹性将降低。相反，对于 C 公司的信用则会产生有利影响。

收益率组合比率还有其他一些变形，适用不同的具体分析。前文已提到的权益收益率衡量了公司权益的生产率，从而能吸引资本为债权人提供保护的能力：

$$权益收益率=\frac{净利润}{普通股权益+优先股权益}$$

计算该比率时，分析师通常将公司会计年度最后一天的权益作为分母，将利润表上的年度净利润作为分子。这种方法可能会扭曲事实。公司可能在临近年末大规模增发新股。因而，权益收益率中的分母会增加，但是分子并不能反映新的权益所带来的全年收益，因为新的权益仅存在几天。在这种情况下，将该公司的权益收益率与没有突然扩增权益的公司相比较，将会显失公平。

289 用平均所有者权益来替代年末所有者权益能降低上述权益收益率计算中可能存在的曲解：

$$平均权益收益率=\frac{净利润}{\frac{期初权益+期末权益}{2}}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（即使没有年末权益的突然变动，一些分析师也倾向于用平均权益来计算权益收益率。）

包含资产负债表数据的组合比率的另一个局限是，如果计算期非整年，则这些比率几乎没有意义。假设 2001 年公司的利润为 600 万美元，年末的所有者权益为 8 000 万美元，则权益收益率为 7.5%。2002 年上半年，公司的净利润为 400 万美元，公司将其中的 200 万美元用于分发股利，2002 年 6 月 30 日的所有者权益为 8 200 万美元。公司半年所获得的净利润等于 2001 年全年的三分之二，因而，如果认为公司的权益回报率从 7.5% 下降到了 4.9%（400/8 200），则是不合乎逻辑的。

为了计算正确的权益收益率，必须将净利润数值年化。但是，由于公司的盈利是有季节性的，不能简单地将上半年数据乘以 2。即使公司经营没有季节性，也不能保证下半年能维持上半年的盈利能力。因此，将净利润数值年化的最好方法是计算连续 12 个月的数值：

$$\text{（年化的）净利润}=\frac{\text{2001 年下半年的净利润}+\text{2002 年上半年的净利润}}{\text{2002 年 6 月 30 日权益}}$$

如果分析师只有公司 2001 年的年报和 2002 年第二季度的季报，则需要推算 2001 年下半年的净利润数据，计算过程如下：

2001 年全年的净利润
减去：2001 年上半年的净利润
290 加上：2002 年上半年的净利润

对于信用分析师来说，仅仅是权益收益率指标是不够的，甚至可能会带来误导。原因是公司可以通过提高资本结构中的负债比例来提高权益收益率，而这种做法会降低信用质量。如表 13—3，虽然 X 公司和 Y 公司的经营利润率相同，但是 Y 公司的权益收益率要高于资本结构更加保守的 X 公司。

注意，即使由于高风险财务结构使 Y 公司不得不支付较高的利率，但 Y 公司仍能从中获利。

表 13—3　　债务对权益收益率的影响

	X 公司				Y 公司			
	12/31/01		12/31/02		12/31/01		12/31/02	
总负债	$25.0	25.0%	$25.0	23.5%	$50.0	50.0%	$50.0	47.5%
权益总额	75.0	75.0%	81.4	76.5%	50.0	50.0%	55.3	52.5%
资本总额	$100.0	100.0%	$106.4	100.0%	$100.0	100.0%	$105.3	100.0%
2002 年经营成果			X 公司				Y 公司	
销售收入			$125				$125.0	
营业费用			108.5				108.5	
经营利润			16.5				16.5	
利息费用			2.0[*]				4.5[+]	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

2002 年经营成果	X 公司	Y 公司
税前利润	14.5	12.0
所得税	4.9	4.1
净利润	9.6	7.9
股利	3.2	2.6
留存收益增加额	6.4	5.3
经营利润率	16.5/125.0=13.2%	16.5/125.0=13.2%
净利润	9.6/125.0=7.7%	7.9/125.0=6.3%
权益收益率	9.6/81.4=11.8%	7.9/55.3=14.3%
固定费用保障倍数	(9.6+4.9+2.0)/2.0=8.25 X	(7.9+4.1+4.5)/4.5=3.7 X

注：* 利率为 8%。

　　+ 利率为 9%。

净利率和固定费用保障倍数等利润表比率表明，X 公司的信用质量较好，而 Y 公司的权益收益率则较高。本章后面部分将系统地介绍如何解决不同财
291 务比率对两家或多家公司作出的信用评价趋于一致的问题。而更为相关的问题，还可以使用其他组合比率来检查人为提升的权益回报率。使用 X 公司和 Y 公司的相同数据，分析师可以计算总资本回报率（return on total capital），该值不受资本结构的影响。因此，由于留存收益的缓慢增长，Y 公司仅具有微弱优势：

$$\text{总资本回报率}=\frac{\text{净利润}+\text{所得税}+\text{利息费用}}{\text{负债总额}+\text{权益总额}}$$

X 公司

$$\frac{9.6+4.9+2.0}{25.0+81.4}=\frac{16.5}{106.4}=15.5\%$$

Y 公司

$$\frac{7.9+4.1+4.5}{50.0+55.3}=\frac{16.5}{105.3}=15.7\%$$

在上述计算公式中的负债总额包括短期负债、一年内到期的长期负债和长期负债，原因见“总负债的构成”部分。同样，权益总额也包括优先股。如果存在少数股东权益，相关的利润表项目也应该包括在分子中，相关的资产负债表项目要包括在分母中。

13.4.2　周转率指标

除投资收益率外，另一类组合比率，周转率（turnover ratio），可以提供有关资产质量的有价值信息。周转率意味着公司为获得既定的销售收入需要保持一定的应收账款和存货水平。例如，如果一家制造企业销售货物的条款是 30 天内付款，并且所有的客户都准时支付，那么公司在任何一天的应收账款均应该等于年销售额的 30/365 即 8.2%（不考虑销售的季节性）。反过来，分析师可以计算应收账款收回的平均时间（计算中应使用应收账款的平均余额）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$应收账款周转天数=\frac{\frac{期初应收账款+期末应收账款}{2}}{年销售收入}\times 365$$

292 该比率可以使分析师获得公司真正的平均回收期，这可能显著不同于公司所宣称的回收期。

将应收账款周转天数公式进行变形，便可以得出公司每年的应收账款周转率：

$$应收账款周转率=\frac{年销售收入}{\frac{ARBY+AREY}{2}}$$

式中，$ARBY$为年初应收账款；$AREY$为年末应收账款。

只要公司继续按照同样的信用政策销售，它所需要的应收账款水平将随着销售收入的增加而增加，但是两者之间的比率保持不变。该比率的下降表明公司客户由于财务困难付款变慢了，或者是公司为了提高销售额，放宽了信用标准，允许销售人员与财务状况不好的客户发展业务。不管是哪种方式，资产负债表中应收账款的最终收回变得更加不确定了。除非公司通过增加应收账款坏账准备来反映这个情况，否则公司将不得不在未来某一时点核销部分应收账款。因此，分析师应该调整公司的债务资本比以反映高估的所有者权益。

用组合比率检查的另一个资产质量问题涉及滞销存货。时装零售商积压的过季衣服或者电器制造商过时产品的价值可能低于其账面价值（历史成本）。如果公司推迟必要的存货核销，那么公司存货将增加而销售收入并没有相应增加，从而造成存货周转率的下降：

$$存货周转率=\frac{年销售收入}{\frac{IBY+IEY}{2}}$$

式中，IBY为年初存货；IEY为年末存货。

293 销售收入的下降是存货周转率下降的另一种可能的原因。在这种情况下，存货价值也许没有大幅下降，但是这将会对信用质量产生不利影响。除非公司削减生产量以与较低的销售收入相匹配来消除积压存货，否则公司将不得不借款来满足过高的营运资本需求，从而提高财务杠杆。由于公司降低销售价格，以接受较低的利润率来消除积压存货，这将影响公司的盈利能力。

对上述存货周转率计算公式的一种反对意见是，该计算过程受销售价格波动的影响。假设由于临时性缺货导致通用化学品价格突然上涨，化学品生产商的年销售收入就会增加，因此，存货周转率也会提高，但是公司的存货周转速度也许并没有加快。相应的，零售商可能由于消费者需求的下降而降价以避免积压存货，货架和仓库的存货并没有增加，但是基于年销售收入的存货周转率却下降了。

为了避免类似情况，分析师使用下列经变形的比率：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$存货周转率=\frac{年产品销售成本}{\frac{IBY+IEY}{2}}$$

该比率应该与公司存货周转的实际情况更加接近。产品销售成本和存货均基于历史成本，而销售价格随市场情况而波动，造成存货周转率计算中分子和分母的口径不一致。

13.4.3 总负债—现金流比率

信用分析的最后一个重要的组合比率是总负债—现金流比率：

$$总负债—现金流比率=\frac{短期负债+一年内到期的长期负债}{经营现金流量}$$

该比率以最为有趣的方式反映了公司的财务弹性。为了说明这一点，假
294 设公司的总负债为 6 000 万美元，经营现金流量为 2 000 万美元，那么，如果该公司将现金流全部用于偿还债务，将于 3 年后还清所有债务。显然，该公司的财务弹性比一个总负债为 8 000 万美元，年现金流为 1 000 万美元，债务偿还期为 8 年的公司更大。在后者情况下，如果公司的平均债务期限小于 8 年，那么其财务弹性将是非常有限的，表明在紧缩信用环境下，该公司具有很大的再融资压力。

有人会说，这很有趣，但是现实世界里又有多少公司会用 100%的现金流来偿还债务呢？答案是“几乎没有”。但是，总负债—现金流比率仍然是监控公司信用质量的良好指标。与一些更加常用的仅来自资产负债表或仅来自利润表的衡量信用质量的比率相比，它具有独特的优势。债务资本比的内在缺陷是，相对于其经济价值，所有者权益可能会被高估或低估。毕竟，会计准则不允许高估资产，除非已经通过销售实现价值；也不允许低估，除非有人主观认定资产已经发生减值。相比较而言，总负债是客观的数据，是合同规定的需偿还的金额。固定费用保障倍数也有缺陷，因为公式中的利润容易受到人为操纵。而现金流可以消除人为操纵的机会——折旧。如果公司通过延缓固定资产折旧，使之慢于实际经济情况，报告的利润就会被夸大，但这只是将钱从一个口袋放入另一个口袋而已。而无论公司的折旧政策是什么，现金流均不会改变，使公司间具有可比性。

由两个相对客观的数值所组成的总负债—现金流比率是衡量信用质量的最佳指标之一。分析师不应该担心其字面意思——债务偿还期——是否符合现实，而应该关注它的分析价值。

13.5 信用风险

至此，有关财务比率的讨论还没有谈到一个关键问题：分析师计算出财务比率后，怎样判断其所代表的信用质量是好是坏呢？分析师必须将财务比
295 率与债务人按时足额偿还利息和本金的概率相联系。实践中，分析师通过测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

试财务比率来预计债务人不支付（违约）的可能性。例如，在其他条件都相同的情况下，从统计上看，财务杠杆高的公司比财务杠杆低的公司违约的概率要大。同样，固定费用保障倍数高的公司违约风险较低。在确定造成高违约风险的因素之后，分析师可以利用比率将所有的债务人按照预计的违约概率进行排序。

许多信用分析师利用所在机构已建立的排序框架来进行比率分析。而处理贷款申请的个人可以利用信贷机构的经验标准，这些经验来自于信贷机构多年来对准时偿还贷款或违约公司财务特征的观察。证券领域的债券评级也为分析提供了框架。表 13—4 和表 13—5 给出了两大顶级债券信用评级机构——穆迪公司和标准普尔公司的等级定义（以下讨论中，等级符号和相应的“口头表述”可互换——AAA 和 3A，AA 和 2A 等。）

由于建立信用标准已经完成了大部分信用工作，下一步就是解释公司如何按照比率来进行信用质量排序。债券等级即是讨论中所关注的标准，但是分析师还需将基本原理应用于内部信用等级计划。下面将阐述信用等级标准的使用，最后，本章将通过对制定信用标准的基本方法的分析来向读者说明财务比率与违约风险之间的关系。

本节分析的重点是确定债务人准时足额偿还本金和利息的概率，并没有说明当发生违约时债权人本金可能受偿的比例。而本金的预期受偿金额会影响到债权人决定是否扩大信贷或终止信贷，也会对债务类证券的估值产生重要影响。但是，破产分析是另一回事，其取决于对相关法律的了解及债权人与公司管理层之间就重组所进行的谈判。这些问题都超出了本书的范围。此外，对于信用评级较高的公司所发行的证券来说，本金可能受偿的比例是估值中一个影响相对较小的因素。从中短期来看，此类公司破产的概率很小。

本书不对破产分析进行详细讲解，第 14 章从确定失败公司权益价值的角
302 度作了一些相关阐述，权益价值的确定是公司重组或清算的关键步骤。此外，参考书目中包括了详细讨论破产的著作。

296 **表 13—4　　穆迪公司的债券等级（定义）**

Aaa

Aaa 级债务和优先股的信用质量最高。其投资信用风险最低，通常被认为是“金边债券”(gilt edged)。利息的偿付有稳定的利润提供支撑，本金十分安全。当保护性因素发生变化时，不会影响其根本地位。

Aa

Aa 级债务和优先股的信用质量很高。它和 Aaa 级一起构成所谓的高级债券（high－grade bonds)。由于支撑偿债的利润可能没有 Aaa 级债券多，或者保护性因素的波动较大，或者还存在其他因素使得长期风险略高于 Aaa 级债券，该债券的等级低于最优证券。

A

A 级债务和优先股的投资机会良好，是中上级债券（upper-medium-grade obligation)。债券本金和利息的偿还有充分的保障，但是可能在未来某个时候受到影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

Baa

Baa 级债务和优先股被认为是中等债券（即保障程度既不是很高，也不是很低）。从当前来看，利息和本金的支付有充分的保障，但是可能会失去某些保护性因素或者这些因素不能保证长期有效。该等级债券缺乏显著的投资特征，具有明显的投机特征。

Ba

Ba 级债务和优先股具有投机性，未来不是很确定。通常，对利息和本金支付的保障处于中等水平，因而可能在未来没有保障，该等级债券的不确定性很大。

B

B 级债务和优先股通常缺乏可靠投资的特征，对利息和本金支付或者契约规定的其他条款执行的长期保障可能很小。

Caa

Caa 级债务和优先股信用状况很差。这些债券可能发生违约，或者存在威胁本金和利息偿还的现实因素。

297 **Ca**

Ca 级债务和优先股具有很高的投机性，可能发生违约或具有其他显著缺陷。

C

C 级债务为最低债券等级，收回本金及利息的机会非常低。

穆迪公司除制定中期票据（medium-term note，简称 MTN）计划的等级外，也为单个证券评定等级。MTN 计划下发行的票据如果没有下列特征时，按照计划的等级在发行之初进行评级。如果票据具有如下特征之一，那么单个票据的等级将不同于该计划的等级：

1）现金流和/或市场价值与第三方信用状况相关的票据。
2）允许票息（coupon）或本金为负的票据。
3）含有要求投资者额外支付条款的票据。

市场参与者必须知道票据是否定级及具体等级。如果市场参与者有任何有关中期票据项目下发行票据等级的问题，穆迪公司希望其与穆迪评级平台联系。

注：穆迪公司在基本评级 Aa 至 Caa 基础上又补充了修正数 1、2、3。1 表示该债务在所属同类评级中排序较高；2 表示排序在中间；3 则表示该债务在所属同类评级中排序较低。

资料来源：经穆迪公司授权转载。

298 **表 13—5　　标准普尔公司的债券等级（定义）**

信用等级定义

标准普尔的信用等级是与债务人特定财务责任或财务计划［包括对中期票据和商业票据（commercial paper，也翻译称短期融资券）的评级］相关的信用评价的最新观点。它考虑了担保人、保险机构或增加信用等级的其他形式的信用水平，也考虑了责任的名义货币。信用等级不是买入、卖出或持有金融负债（financial obligation）的建议，也不是对市场价格及证券是否适用于具体投资者的意见。信用等级是根据债务人提供的信息及标准普尔公司从其他渠道获取的信息来制定的。标准普尔公司不从事与信用分析相关的审计工作，偶尔也会利用未经审计的财务信息。由于这些信息的变化或不可获得性，或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

基于其他环境因素，信用等级可能会发生变化。信用等级可能是长期的，也可能是短期的。短期的信用等级一般适用于相关市场的短期债务。例如，在美国，即指期限不超过365天的负债——包括商业票据。短期等级也可用于具有看跌期权的长期负债的信用评价。其结果是双重评级，除一般的长期评级外，短期评级说明其看跌期权的特征。中期票据需进行长期评级。

长期信用评级

信用等级取决于下列因素：

- 支付能力及债务人按条款履行财务承诺的意愿；
- 债务的条款及性质；
- 一旦破产、重组或发生破产法和其他影响债权人权利的法律下的其他情形时，对债务的保护能力以及相对地位。

信用等级是根据违约风险来进行定义的。因此，其适用于公司的高级债务（senior obligation）。如上所述，次级债务的等级通常低于高级债务，破产时次级债务的受偿顺序排在高级债务之后。（当公司拥有高级债务和次级债务，担保债务和非担保债务，就会存在这种差异。）因此，如有次级债务，等级也许不能和等级定义精确匹配。

299 AAA

AAA 级债务偿还债务能力极强，为标准普尔作出的最高评级。

AA

偿还债务能力很强，与最高评级差别很小。

A

偿还债务能力较强，但相对于较高评级的债务，其偿债能力较易受外在环境及经济状况变动的不利因素的影响。

BBB

目前有足够的偿债能力，但若在恶劣的经济条件或外在环境下，其偿债能力可能较脆弱。

“BB 级”、“B 级”、“CCC 级”或“CC 级”的债务一般被认为具有投机成分。其“BB 级”的投机程度最低，“CC 级”的投机程度最高。

这类债务也可能有一定的投资保障，但重大的不明朗因素或恶劣情况可能削弱其保障作用。

BB

相对于其他的投机级评级，BB 级债务违约的可能性最低，但持续的重大不稳定情况或恶劣的商业、金融、经济条件可能令债务人没有足够能力偿还债务。

B

违约可能性较“BB 级”高，债务人目前仍有能力偿还债务，但恶劣的商业、金融或经济情况可能削弱发债人偿还债务的能力和意愿。

CCC

目前有可能违约，发债人须倚赖良好的商业、金融或经济条件才有能力偿还债务。如果商业、金融、经济条件恶化，债务人可能会违约。

CC

目前违约的可能性较高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

300 C

C级的次级债和优先股目前极有可能违约。该等级适用于已经申请破产，但是仍然继续偿还债务的情况。该等级也适用于拖欠股利和偿债基金（sinking fund），但是目前仍在支付的优先股。

D

已经发生违约的债务。当债务到期而债务人未能按期偿还债务时，即使宽限期未满，标准普尔也会给予“D”评级，除非标准普尔相信借款可于宽限期内还清。此外，如正在申请破产或已作出类似行动以致债务的偿付受阻时，标准普尔也会给予“D”评级。

加（+）或减（-）：

“AA”级至“CCC”级可加上加号和减号，表示评级在各主要评级分类中的相对强度。

r

具有显著非信用风险的金融工具的等级。突出了信用等级中不能反映的本金或预期回报率的波动风险。

N. R.

因为没有足够的评级信息，或者由于政治原因使标准普尔公司不能进行具体评级，因此债务未获得评级。

短期信用评级

A-1

偿还债务能力较强，为标准普尔给予的最高评级。此评级可另加“+”号，表示发债人偿还债务的能力极强。

A-2

偿还债务的能力令人满意。不过相对于最高的评级，其偿债能力较易受外在环境或经济状况变动的不利影响。

301 A-3

目前有足够能力偿还债务。但若经济条件恶化或外在因素改变，其偿债能力可能较脆弱。

B

偿还债务能力脆弱且投机成分相当高。债务人目前仍有能力偿还债务，但持续的重大不稳定因素可能会令债务人没有足够能力偿还债务。

C

目前有可能违约，发债人须倚赖良好的商业、金融或经济条件才有能力偿还债务。

D

当债务到期而发债人未能按期偿还债务时，即使宽限期未满，标准普尔也会给予“D”评级，除非标准普尔相信债务可于宽限期内偿还。此外，如正在申请破产或已作出类似行动以致债务的付款受阻，标准普尔也会给予“D”评级。

本币和外币风险

标准普尔公司进行信用评级时会考虑国家风险。支付的币种是其中的主要因素。由于与偿还国内债务相比，主权国家偿还外部债务的能力较低，因而债务人偿还外币债务的能力低于本币。因此，具体债券的评级需考虑主权风险。外币发行人等级也与本币发行人等级不同，以区分同一个发行人在不同主权风险下的差异。

资料来源：经标准普尔公司网页 sandp. com 授权使用。
（www. standardpoor. com/ResourceCenter/RatingsDefinitions. html）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13.5.1 比较比率分析

信用评级的基本方法是将公司的比率与同行业公司进行比较。经营规模和行业是确定可比公司的主要标准。

就规模而言，年销售额 50 亿美元的制造商，与具有相似财务比率但销售额只有 500 万美元的公司相比，其信用风险通常要低一些。一般而言，规模较大的公司能够获得规模经济，并且由于采购能力强，能获得较多的供应商信用。大公司能够通过多元化的产品和客户群来分散产品过时的风险，面对竞争挑战，小公司可能只集中于几种产品和少数客户群。生产单一产品的公司将极其脆弱，意想不到的生产损失对这类企业可能是致命一击。缺乏管理经验通常是小公司的另一个问题。

当然，大公司也可能破产。许多大机构就存在着很多的非效率行为。但是，问题的关键不是争论大公司是否成功或有效，而是确定一般而言，大公司能否比小公司更好地偿还债务。违约风险的统计模型证明了这一点。因此，债券评级机构基于规模进行可比公司的选择的做法是可取的。

对 2001 年标准普尔公司 COMPUSTAT 数据库的调查研究表明，拥有高级债并且股东权益低于 2 亿美元的公司为 452 家。其中，仅有 40 家的评级为投资级，即 BBB－级以上，仅有 11 家等级为 A－级以上。小规模公司集中于投机级，支持了公司规模与违约风险负相关的假设。

行业是确定可比公司的另一个关键因素。因为不同行业具有不同的财务特点，跨行业的财务比率比较是没有意义的。机器设备制造商的销售收入可能会随着资本支出周期而大幅波动，而包装食品公司的收入来自于年复一年的产品需求。因此，食品加工企业的收入和现金流具有较强的可预测性。与
303
机器设备制造商相比，其可以承担较高的固定费用，其资本结构中可以有较高的债务比重。债券信用评级机构可能给债务资本比为 35%的食品公司定级为 AA，而给具有相似比率的机器设备制造商的定级不会高于 A。

包装食品生产商和机器设备制造商之间的比率基本没有可比性。与前者相比，后者看起来会更好一些，但是从行业经营风险角度来看，后者的财务杠杆可能太高了。当比率分析跨越广义界定的经济部门（例如，工业、金融业、公共事务业和交通运输业等）时，可比性问题会更加突出。

根据该原则，可比公司可能还应该具有基本相同的产品线。即使是联系紧密的企业，其经营风险也会有一定程度的差异。严格地说，白色牛皮纸的生产商与牛皮卡纸的生产商不可比，而巾纸的生产商与精印书写纸的生产商也不可比。

但是，过度追求完全相同的比较公司可能会使可获得数据非常少，从而限制了比率分析的使用。在极端情况下，只有一家可比公司，其比较是没有什么价值的。公司的评级可能高于其唯一的可比公司，但是分析师不清楚可比公司的信用是强或弱。

另外，假设公司特定的财务比率在 10 家可比公司中排名第四，这组公司中有 8 家公司紧紧分布在中位数周围，在高低值上各有一个散点。因此，至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少从这个特定比率来看，公司的风险在这组公司中处于平均水平。

目前，有两种方法可以解决可比性和样本规模之间的矛盾。通过这两种方法，分析师可以获得满意的相对信用风险评价。

第一种方法是将公司与指定的一组可比公司相比较，如表 13—6。信用分析师可以使用这种方法分析公司在行业内的排名。样本中的比率为 3 年的平均值。平均值可以将公司在某一年不具代表性的结果的影响最小化。同时注意，8 家可比公司全是石油公司，而且仅限于综合性竞争对手（综合性公司包括生产、运输、炼制和销售石油，而独立公司通常只经营以上业务之一）。

304 **表 13—6　综合性石油和天然气公司的比较比率分析（1998—2000 年的年平均值）**

排序	标准普尔等级	公司	数值
税前利润利息保障倍数			
1	AAA	埃克森-美孚公司	12.0
2	AA	雪佛兰公司	9.8
3	AAA	壳牌石油公司	6.4
4	A+	德士古公司	5.3
5	A−	康菲公司	4.9
6	BBB	菲利浦石油公司	4.4
7	BBB+	阿美拉达赫斯公司	3.2
8	BBB−	西方石油公司	3.1
现金流占负债比			
1	AAA	埃克森-美孚公司	108.7
2	AA	雪佛兰公司	69.8
3	AAA	壳牌石油公司	64.3
4	BBB+	阿美拉达赫斯公司	55.9
5	A+	德士古公司	46.3
6	A−	康菲公司	46.0
7	BBB	菲利浦石油公司	36.3
8	BBB−	西方石油公司	23.6
债务资本比			
1	AAA	埃克森-美孚公司	21.7
2	AA	雪佛兰公司	31.5
3	AAA	壳牌石油公司	32.2
4	A+	德士古公司	38.1
5	BBB+	阿美拉达赫斯公司	48.9
6	A−	康菲公司	52.4
7	BBB	菲利浦石油公司	52.7
8	BBB−	西方石油公司	61.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埃克森-美孚公司（Exxon Mobil）的 3 个财务比率均优于其竞争对手。该公司应该获得可比公司的最高评级，也是标准普尔公司评级中的最高等级，AAA。同样的道理，西方石油公司（Occidental Petroleum）的 3 个财务比率均排名第 8，为可比公司的最低评级，BBB-。

其他综合性石油公司的排序和等级之间则没有严格的对应关系，每个比
305 率排名第 4 名～第 7 名的公司均不同。在这种情况下，信用评级机构进行评级需要考虑的其他因素还包括对竞争地位、管理质量等的主观判断。可以看到，在每个比率的排序中，雪佛兰公司（Chevron）均高于壳牌石油公司（Shell Oil），但是信用等级却低于壳牌石油公司（AA 与 AAA）。这似乎不合情理，但是可以用壳牌石油公司是大型多元化集团公司——皇家荷兰/壳牌集团公司（Royal Dutch/Shell Group of Companies）的重要子公司来解释。尽管母公司不能给子公司的债务提供正式担保，但是，标准普尔公司基于潜在的信贷支持，将壳牌石油公司的等级定为和皇家荷兰/壳牌集团公司同样的等级 AAA。

表 13—6 也显示了财务比率的一个重要特征——相互关联性。除了阿拉美达赫斯公司（Amerada Hess）以外，其他公司在某一个比率中的排名与在另一个比率中的排名差别不会超过一位以上。这不是偶然的结果。公司很难同时拥有相对较高的债务资本比和较高的利息保障倍数，异乎寻常的低利率负债和高资本回报率下可能会产生这样的结果，但是这几乎不可能发生。

从表 13—6 中，我们可以得到一个重要启示，即达到某个水平之后，计算和比较额外财务比率的作用可能有限，额外比率所表达的信息已经包含在分析之中了。因此，分析师基于有限的几个财务比率的分析就能获得所需信息。分析师可以将余下的时间和精力用于研究财务报表内外部的其他有关事项上。

比较比率分析的第二种方法是根据可比公司的评级来确定。如前所述，对不同经济部门（如工业和公共事业）的公司进行比较是不恰当的。但是，可比公司可以包括广义经济部门中的很多子行业。在该方法下，通过行业内可比公司的比较，扩大的样本量可以使分析师完善对各公司的排序。

表 13—7 列出了 A 级公司各个比率的中位数，而没有分别列出 151 家 A 级工业企业的比率。此外，该表还列示了对 A 级公司评级的上四分位数和下四分位数。

306 **表 13—7　　1998—2000 年标准普尔 A 级工业公司的平均比率**

	税前利润利息保障倍数	现金流占负债比	债务资本比
上四分位数	9.1	63.6	30.6
中位数	6.8	46.1	40.1
下四分位数	4.9	34.3	50.4

资料来源：标准普尔公司。

同可比公司相比，德士古公司（Texaco）位于 A 级公司的最高点（A+）。该公司的统计数据与现金流占负债比和债务资本比的中位数大致相等，而税前利润利息保障倍数更接近于下四分位数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，2000 年德士古公司的整体表现是不是说明其评级被标准普尔高估了呢？仅从财务比率来看，这可能是个合理的推断。但是，德士古公司不仅没有在近期内下调评级的风险，而且，随着年报的披露，标准普尔公司将德士古公司列于可能上调评级的观察列表内。

一些因素可以解释这个看似矛盾的问题。首先，标准普尔公司非常看重德士古公司强有力的竞争地位。除了强势品牌之外，德士古公司还致力于开发低成本的新能源来替代石油生产。财务弹性是德士古公司的另一大优势。德士古公司内部产生的资金可以满足开采和生产的预算需求，而不需要从外部借贷。最后一个因素是德士古公司管理层的信誉。德士古公司承诺将债务资本比控制在 40%以内，高管层信守了承诺。例如，用权益融资来满足并购资金需求，财务战略上不会刻意迎合股东的需求。标准普尔公司之所以将德士古公司列示于可能上调评级的观察列表，还有一个关键因素没有在表 13—6 中反映出来。评级更高的雪佛兰公司已经宣布将收购德士古公司。

因此，虽然比较比率分析在债券评级过程中发挥了重要作用，穆迪公司和标准普尔公司的分析师们还要考虑财务报表之外的一些因素。所以，非评级机构的分析师必须谨慎地作出公司是否评级有误的结论。如果没有了解相关情况便作出推断，分析师可能推荐买入或卖出债券，预期债券等级会提高或降低，而这可能根本不会实现。

在此条件下，比较比率分析对分析师具有相当大的价值。其有助于分析
307 师来判断穆迪公司或标准普尔公司没有进行定级的公司最为接近的等级类别。在此过程中，分析师需注意前述的可比公司规模问题。

比较比率分析也可用于评价重大交易事项，如债务融资收购（debt-financed acquisition）或重大股票回购等对公司信用的影响。分析师可以根据预估财务报表（参见第 12 章）计算比率，然后根据等级类别的比率中位数对公司进行排序（见表 13—8）。考虑到财务比率会随着商业环境的变化而变化，在进行比较比率分析时应该使用更新的数据。

分析师还要记住，当管理层的信誉很高时，可能会改变由预估财务比率所得出的降低公司等级的结论。关键在于能否提出一个可行的计划，使财务杠杆在几年内恢复到交易前水平。但是注意，如果公司并没有开始朝着长期目标迈进，那么降级只是迟早的问题。评级机构会怀疑公司在第 3 年集中完成 3 年期计划的能力。

表 13—8　　不同债券等级比率的中位数（工业企业，1997—1999 年）

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT 利息保障倍数（倍）	17.5	10.8	6.8	3.9	2.1	1.0	0.2
EBITDA 利息保障倍数（倍）	21.8	14.6	9.6	6.1	3.5	2.0	1.4
现金流/总负债（%）	105.8	55.8	46.1	30.5	18.4	9.4	5.8
自由现金流/总负债（%）	55.4	24.6	15.6	6.6	3.1	(4.5)	(14.0)
资本回报率（%）	28.2	22.9	19.9	14.0	11.7	7.2	0.5
经营收益/销售收入（%）	29.2	21.3	18.3	15.3	15.6	11.2	13.6
长期负债/总资本（%）	15.2	26.4	32.5	41.0	59.0	70.7	80.3
总负债/资本（%）	26.9	35.6	40.1	47.4	63.9	74.6	89.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13.5.2 比率趋势分析

比较比率分析是评价相对信用风险的一种有效方法，但是分析师也可能据此得出错误的结论。假设同行业的两家公司上一年度的固定费用保障倍数同为3.5倍。从比较比率分析方法来看，这两家公司的信用风险相同。但是，假设其中一家公司的固定费用保障倍数5年前为5倍，其后稳定下降至3.5
308 倍，而另一家公司的固定费用保障倍数在同一期间由2倍提高到了3.5倍。如果两家公司的变动趋势持续下去，那么上一年度固定费用保障倍数均为3.5倍，与两家公司的风险评估基本没有关系。未来固定费用保障倍数越大的公司，其信用风险越低。

此外，财务比率的改善或恶化对不同公司来说，其意义是不同的。在某些情况下，几年内持续的下降趋势表明，公司的信用质量确实是下降到了一个新的低点。而对其他公司而言，同比变动为负则仅代表公司正常的经营周期。

某些行业的需求比较稳定。食物、饮料和护肤品等小件非耐用品，即使在经济萧条时期，消费者也需要购买使用，而最坏的情况是，消费者会在同类别中选择价格较低的产品。相反，当信贷紧缩或对经济环境充满疑虑时，消费者会推迟大件耐用商品的购买，汽车、房屋和大型家电设备生产商会经历经济繁荣和萧条时期需求的大幅波动。由于采用资本密集型生产方法所带来的高额固定成本，这些行业的利润通常会发生剧烈波动。

在评价周期性公司的长期信用情况时，债券评级机构通常会关注周期趋势，而不是年度趋势。其观点是，波峰、波谷相似（见图13—2）的周期趋势表明，财务能力没有降低。只有出现波峰和波谷逐渐下降的趋势时（见图13—3），才表明财务能力的恶化。

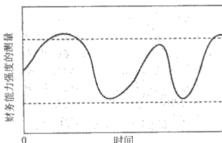


图 13—2 周期平稳趋势图

穆迪公司和标准普尔公司将这种传统的方法称为“周期评级法”。虽然这种方法仍然影响着评级机构的分析，但是近年来这个概念已经逐渐被淡化了。这种改变部分说明了虽然每年的经营活动仍然在变化，但是美国经济不再像过去10年那样经历着典型的经济周期。言下之意，相比过去，公司比率的上升或下降更可能代表长期转变。

即使在前几年，信用评级机构较为坚持周期评级法时，区别正常的、周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

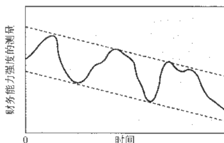


图 13—3 周期恶化趋势图

期性的衰退与长期恶化也是十分困难的。管理层可能将盈利能力的长期恶化描绘成正常的、周期性的下降。因此，现在分析师必须超出财务报表的范围对财务指标的改善或恶化的持续性进行判断。

13.5.3 违约风险模型

如上所述，比较比率分析（comparative ratio analysis）和比率趋势分析（ratio trend analysis）是确定公司信用质量相对范围的两种方法。许多分析师
310 认为没有必要再继续深入，但是，完整的信用分析还应该讨论另外两个基本的问题。第一个问题是如何建立评级方案，如债务等级。第二个问题是指标比率之间的相互矛盾。比如，对于固定费用保障倍数较高而财务杠杆较差的公司，信用分析师应该如何评级？分析师应该进行更为科学、严谨的判断。

解决这两个问题的方法是建立财务比率和违约风险之间的统计关系。首先，要搜集与违约相关的数据。然后，利用统计方法来确定哪些财务指标与违约风险最为相关。分析师利用这些指标组成的模型对公司进行信用评级。

其中一个预计违约风险的模型是爱德华·阿尔特曼（Edward I. Altman）的 Z 计分模型（Z-score model）：

$$Z=1.2x_1+1.4x_2+3.3x_3+0.6x_4+1.0x_5$$

式中，x_1 为营运资本/总资产（%，例如 0.20 或 20%）；x_2 为留存收益/总资产（%）；x_3 为息税前收益/总资产（%）；x_4 为所有者权益的市场价值/总负债（%）；x_5 为销售收入/总资产（倍数，例如 2.0 倍）。

在该模型下，计分小于 1.81 表明存在严重的信用问题，计分大于 3.0 则表明信用状况良好。

爱德华·阿尔特曼及其同事发展了 Z 计分模型，建立了 Zeta 模型①，通过使用以下变量提高了预测的准确性：x_1 为息税前收益/总资产（%）；x_2 为资产收益率 10 年变动趋势的标准差；x_3 为息税前收益/利息支出；x_4 为留存

---

① 参见 Edward I. Altman, Robert G. Haldeman, and Paul Narayanan, "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation," *Journal of Banking and Finance*, June 1977, pp. 29－54.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益/总资产；x_5 为流动资产/流动负债；x_6 为权益市场价值/总资本在 5 年的平均值；x_7 为对数表示的总实物资产。

311 Zeta 模型以及其他定量分析模型有许多突出的优点。首先，它们将财务变量和违约风险客观联系起来，从而避免了主观地确定各变量的相对权重。其次，相关记录表明，数量模型预测信用不佳的大多数公司最终都发生了违约。此外，非违约公司的计分与其债券等级之间具有较强的联系。这表明，虽然穆迪公司和标准普尔公司的评级方法较为主观，但是其结论至少部分地得到了违约风险统计指标的验证。因此，信用分析师可以放心地使用如比率趋势法等方法来划分公司信用等级。尽管可能有人会怀疑信用评级机构对特定公司或特定行业的评级，但是，总的来说，信用等级可以提供有效的信用风险评估，并且具有强有力的统计学支持。公司当前的等级越低，以后年度的违约概率越大。①

尽管这些定量违约模型在信用分析中十分有用，但是它们不能完全替代主观判断。

首先，数量模型预测信用不佳的大多数公司最终发生了违约，但也有许多并没有发生违约。② 通常，出现财务危机的公司通过引进新的管理人才而重新焕发活力，并没有发生债务违约。因公司陷入财务困境而面对巨大的资本损失时，机构投资者可能会评估公司好转的可能性，而不是完全基于违约模型卖出公司证券。

信用分析师也必须记住，公司可能会因为报告财务数据之外的原因而破产，而模型并不能揭示出来。例如，1994 年，美国布拉斯公司（Brass）根据美国《破产法》第 11 章申请重组，以解决塑料水管系统质量问题的诉讼。1995 年，美国道康宁公司（Dow Corning）申请破产，以解决公司生产的硅凝胶乳房植入物所引起的诉讼，据称植入物可能造成自身免疫性疾病和其他疾病。1999 年，位于亚拉巴马州的海湾国家钢铁公司（Gulf States Steel）申请破产来解决环境保护组织（Environmental Protection Agency）及其他环境相关问题的未决诉讼（pending litigation）。③ 而这些公司的资产负债表和损益表并没有暗示公司可能会倒闭。美国布拉斯公司的母公司——雅洁工业公司
312 (Eljer Industries) 特别声明，破产不是由于现金流短缺所造成的。这些问题在公司的财务报告附注中披露，而完全基于财务报表数据的违约模型是不能反映或有负债的。

通过权益市场价值占总资本的比率，Zeta 模型部分地反映由公司的环境诉讼或产品责任诉讼所带来的违约危机。股票市场投资者在评估股价时会考

① 例如，参见 David T. Hamilton, Greg Gupton, and Alexandra Berthault, *Default and Recovery Rates of Corporate Bond Issuers: 2000*, Moody's Investors Service, February 2001. 该报告将评级与多年累计违约率相联系，结论差异不大。统计数据表明，等级为 AA 的公司比等级为 A 的公司更容易违约，该结论毫无疑问与样本量相关。

② 阿尔特曼（Altman）、霍尔德曼（Haldeman）和纳拉亚南（Narayanan）为了达到贷款违约成本和拒绝贷款成本之间的最佳权衡，设计了 Zata 模型的临界值（由于较高的违约风险，贷款请求被拒绝的水平）。

③ *The 2000 Bankruptcy Yearbook & Almanac*, Christopher M. McHugh, ed. (Boston: New Generation Research, Inc., 2000), pp. 187－190.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑这种风险。

一些违约风险模型完全依靠股票市场的智慧而无需财务数据。最有名的是 KMV 模型和 Helix Investment Partner，L. P 模型。这两个模型的原理是，负债和所有者权益的价值均来自于相同的资产。股票持有者只享有偿付债权人之后的剩余索取权，因此，如果公司资产的市场价值低于负债价值，股票就变得一文不值。同时，公司破产，企业资不抵债。按照这个逻辑，股价下降表明公司正濒临破产。因此，从理论上说，信用分析师可以跳过财务报表分析工作，只通过观察股价来监控公司的违约风险。

和依靠财务比率的定量模型一样，基于股价的违约风险模型也能提供有用但非完全准确的信息。例如，当公司贷款回购股票，从而使得债务资本比大幅提高时，违约风险显然会上升。同时，由于财务杠杆的提高及发行在外股票数量的减少，会对每股盈余产生积极的影响，从而股价也会上升。但是，根据基于股票的违约模型，股价上涨表明违约风险下降，这是基于股票的违约模型来进行信用评价时，通常会遇到的问题之一。

即使股价是信用风险的最佳指标，信用分析师也不能跳过财务报表分析。首先，不是每家公司的股票都在公开市场上交易。模型的设计者试图通过用行业可比公司的股价来代替私人公司不可观测的所有者权益价值来解决这个问题。但是，这种方法不能反映导致美国布拉斯公司、道康宁公司和亚拉巴马州的海湾国家钢铁公司破产的特定风险。基于股票的违约模型也不能减轻分析师编制预估财务报表以反映合并或重大资产出售影响的责任。信用分析中，股票价格最多只是财务报表比率计算的一个有益补充。

13.6 小 结

违约风险模型可以为信用分析提供坚实的基础，但是对于复杂事项，还必须有分析师的主观判断作为补充。这同样适用于本章讨论的所有定量模型。债权人在提供信贷之前应该进行数据分析。同样的道理，仅依靠数字也是不对的。它主要有两种表现形式，一是通过机械地应用数量标准而拒绝合理风险（误拒风险），二是与主观判断相反，根据看似满意的财务比率来提供信贷（误受风险）。

如本书其他章节所述，财务报表易受人为操纵，而这些大部分都是合法的。操控的目的通常是为了欺骗信用分析师，他们只会机械地计算比率，而不思考是否存在会计操纵。过度依赖定量分析的另一个风险是，公司可能会出人意料地改变资本结构来为收购融资或抵御敌意收购。这会使得即使是最近期的财务报告的比率分析大大失效。最后，信用分析师必须要用本章介绍的所有工具来武装自己，并不断提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章

所有者权益分析

315 目前，关于“股票投资”的书籍不计其数。书中的方法也数不胜数。一些方法注重技术分析，通过研究股价历史走势来确定普通股权益的价值。其他一些方法则是基于有效市场假设（Efficient Market Hypothesis），认为在完全有效的市场情况下，市场已经反映了所有的信息。

本章将不会总结或批评大多数人所使用的方法，而是主要集中讨论财务报表在基础分析（fundamental analysis）中的应用，即基于公司的财务特征来判断股票价格是否公允。

基础分析的某些要素不使用财务报表中的信息。例如，如果能够通过出售公司的部分业务来实现股价中未反映的价值，那么这家公司将是较好的并购目标。如本章所述，分析师可以通过研究年报来估计公司的分离价值，但是敌意收购的可行性还取决于股权结构、收购资金或要约收购所适用的法律。所有这些因素均不属于财务报表分析的范畴，但是，对估值会起到重要作用。

最后，本章应该和第12章（“预计财务报表”）一并阅读。公司的权益价值完全取决于公司的未来业绩，历史财务报表只是预计未来财务结果的基础。分析师需将利用第12章方法所得到的利润和现金流的预测数代入本章的公式之中。

14.1 股利折现模型

316 近年来，已经形成了一些普通股基本分析的方法，但是很少有方法能与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股利折现模型媲美。这种方法近似于债券的到期收益率计算，因此有利于同一发行人不同证券之间的比较。此外，该方法下，分析师可以通过调整折现率（discount rate）来反映预测非契约现金流[1]（noncontractual flow）的内在不确定性。

举例说明未来股利和当前股票价格的关系。Tarheel 烟草公司目前每年的普通股股利为每股 2.10 美元。由于公司的市场份额（market share）既不会增加也不会减少，而整个市场也不会扩张，因而，公司将在未来产生平稳的销售额和利润，并且保持目前的股利支付水平。该公司的长期债务收益率为 10%，反映了公司的信用等级和现行利率水平。由于相比债务的契约性支付，股利具有较大的不确定性，因此，股票投资者要求 4%的风险溢价（risk premium）——即收益率为 10%+4%=14%。

基于以上条件，市场上的股票价格理论上应该等于该公司每年 2.10 美元的股利除以 14%的收益率：

$$P=\frac{D}{K}$$

$$P=\frac{2.10}{0.14}$$

$$P=15.00\text{（美元）}$$

式中，P 为当前股票价格；D 为当前股利率；K 为必要收益率。

如果基于 Tarheel 公司和具有类似折现率的其他公司的财务比较，分析师
317 认为 14%的折现率是合理的，那么低于 15 美元的价格便表明股票被低估了。相反，如果分析师认为 Tarheel 公司的未来股利没有其他公司可靠，那么分析师可能会提高公司的折现率，比如说 15%，然后计算合理的股票价格：

$$P=\frac{2.10}{0.15}$$

$$P=14.00\text{（美元）}$$

因而，如果股票的市场价格为 15 美元，则表明公司的股价被高估了。

14.1.1 股利与未来增值

刚开始提到股利折现模型（dividend-discount model）时，很多人都会说："股利不是股东收益的唯一来源吗？股票价格可以上涨，估值不应该反映未来增值吗？"股利折现模型对此作出了最好的回应：除非股利增加，否则未来股价没有上涨的理由。在零增长情况下，如 Tarheel 烟草公司，估值将 5 年如一日不会发生变化（假设利率和风险溢价不变）。因此，购买者没有理由支付更高的价格。而另一方面，如果股利支付随着时间的推移而提高，则未来股票的价值将大于当前的价格。但是，分析师可以将预期的股利增长直接加入现值计算中，以获得股票的当前价格，而不必确定并折回未来的增值。仔细思考折现

① 股利不同于债务利息，将根据董事会的决定支付，不是契约性义务。因此，其波动性——通过降低、提高或维持不变——大于债券利息或本金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法的逻辑原理，分析师会发现价值终将回归股利。

14.1.2 增长型公司的估值

零增长型公司的分析很简单，但是，在实践中，大多数上市公司都会努力提高每股盈余以增加股东收益。在分析增长型公司时，未来股利折现的公式将更为复杂：

318

$$P=\frac{D\ (1+g)^1}{(1+K)^1}+\frac{D\ (1+g)^2}{(1+K)^2}+\cdots+\frac{D\ (1+g)^n}{(1+K)^n}$$

式中，P 为股票的当前价格；D 为当前的股利率；K 为必要收益率；g 为增长率。

假设初始股利支付金额为 D，每期增长率为 g，利率为 K，那么 n 期后股利的累计现值为 P。

为了计算方便，假设期数 n 无穷大，那么上述公式可以简化为：

$$P=\frac{D}{K-g}$$

这是实际分析中通常使用的公式，因为假设公司能持续经营，而不是在未来某一时间破产清算。

利用 Wolfe 食品公司（Wolfe Food Company）的财务报表数据（见表 14—1）来说明股利折现模型的应用。从表 14—1 可见，本年度公司将利润的 $33\frac{1}{3}\%$用于支付股利：

$$\text{股利支付率}=\frac{\text{普通股股利}}{\text{归属于普通股的净利润}}$$

$$=\frac{15\ 000\ 000}{45\ 000\ 000}$$

$$=33\frac{1}{3}\%$$

表 14—1　　Wolfe 食品公司的部分财务数据

归属于普通股股东的净利润	\$45 000 000
普通股股东股利	\$15 000 000
发行在外的普通股股数	10 000 000
盈利的预期年增长率	10%
投资者的必要收益率	13%

如果 Wolfe 公司保持稳定的股利支付率（divident-payout ratio），则股利增长率应该等于利润增长率，即股利的年增长率为 10%。初始的每股股利为 1.50 美元：

$$\text{股利率}=\frac{\text{普通股股利}}{\text{发行在外的普通股股数}}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$=\frac{15\ 000\ 000}{10\ 000\ 000}$$

=1.50（美元/股）

利用以上数据，分析师可以运用估值公式来计算 Wolfe 公司的每股股价为 50 美元：

$$P=\frac{D}{K-g}$$

$$P=\frac{1.50}{0.13-0.10}$$

$$P=\frac{1.50}{0.03}$$

$P=50$（美元）

该模型的使用在较大程度上取决于公司预计财务报表的假设。为了估计利润增长率，分析师必须对公司所在市场的增长情况及公司保持或提高市场份额的能力进行判断。并且，由于经营利润率的变化，公司的利润增长率可能偏离销售收入增长率。

320 由于存在着影响预测的不确定性因素，分析师应该将财务预测（参见第 12 章）中所使用的敏感性分析方法应用于所有者权益价值评估中。例如，如果 Wolfe 食品公司最终的增长率降低了 10%，那么，50 美元的估值是高估了 12.50 美元：

$$P=\frac{D}{K-g}$$

$$P=\frac{1.50}{0.13-0.09}$$

$$P=\frac{1.50}{0.04}$$

$P=37.50$（美元）

因此，当 Wolfe 公司股票的市场价格为 45 美元时，对利润增长率预测 1%的误差将会使分析师不作出“买入”的强烈建议。同样的道理，假设其他假设不变，增长率为 7%时，25 美元的价格将被认为是低估了。

14.1.3 利润还是现金流？

虽然直观上感觉不错，但是通过预计利润增长率将股票价格与未来股利相联系并不完全符合实际。特别是一些高度周期性的公司并不能每年都产生稳定的利润增长，但是公司 $P=D/K-g$ 要求的是稳定的增长率。如前所述，如果公司的股利支付率保持不变，则这种形式的股利显然不适合代入公式。

通常，公司并不会不惜一切代价地保持股利支付率不变，而通常会避免降低股利支付金额，即使是利润出现下降。例如，公司在整个经营周期的股利支付目标为利润的 25%，则可能在波峰年份的股利支付率为 15%，而在波谷年份的股利支付率就会高达 90%或 100%。当然，净利润为负的公司，如果在几年内保持既定的股利支付水平不变，则其股利支付率的计算是毫无意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义的（如果亏损持续下去，财务的谨慎性通常要求减少或停止发放股利以保存现金流）。原则上说，周期性企业不会每年定期增加股利。但是，从长期来
321 看，董事会通常会努力提高股利支付水平。总之，公式 $P=D/K-g$ 是合理的估值工具，股利增长的不规则变动可以通过调整折现率（K）来确认。

虽然股利折现模型可以反映利润的周期性，但是分析师还必须密切关注公司为保持既定股利率而采取的融资方式。贷款支付股利的长期亏损公司等于在慢性自杀（用负债来替换所有者权益）。在这种情况下，股利无限期持续的重要假设将不成立。

另一方面，周期性公司在经营周期波谷时，可能会发生亏损，但是，经营活动所产生的现金流量在支付必要的资本性支出后，依然能满足股利支付需求。在这种情况下，维持股利发放不会引起财务危机。因此，很多分析师认为现金流是股利支付能力的真正决定性因素，而不是利润。并且，他们认为所有者权益分析的焦点应该是预计现金流，而不是预计的每股收益。

当然，分析师必须能迅速地意识到公司现金流能力的变化，其不同于利润的变化。例如，即使业务变得更为资本密集，公司也可能在一段时间内保持既定的盈利水平。而机器设备的增加可能使公司从自给自足转变为依靠外部融资。几年之后，当为支撑既定经营利润水平所带来的借贷成本的增加或者所有者权益基础的扩大达到一定程度时，权益收益率将会反映这种变化的影响。此外，如第 6 章和第 7 章所述，报告盈利易受人为操纵。事实上，这是推崇现金流分析的首要原因。经营活动产生的现金流通常比利润难以操纵，可以视为衡量未来股利支付能力的首选指标。

尽管存在着很多争论，每股盈余预测仍然是华尔街及其他地区所有者权益分析的焦点（如第 3 章所述，一些公司已经使分析师的关注点由公认会计原则利润转移到所谓的预计利润）。对很多公司而言，除了净利润之外，现金流量的各个组成部分，特别是折旧，在短期内均具有高度的可预测性。通过准确地预测盈利，投资者也可以更好地把握现金流。对利润的持续关注在一
322 定程度上也反映了机构的惯性。投资组合经理根据每股盈余来判断权益分析的准确性，其投资策略取决于累计预期每股盈余，以此来衡量整个股票市场的吸引力。不能进行每股盈余预测的分析师可能会遇到困难。但是，除了盈利预测本身的约束外，当预计盈利的质量存在问题时，也是可以利用相应机制来调整股票估值的。如下文所述，投资者可以降低盈利倍数。

14.2 市盈率

虽然股利折现模型是一种令人满意的普通股估值方法，但是，它不是比较公司间股票价值的最为方便的方法。而市盈率能更好地完成这个任务。市盈率也称为 P/E 或盈利倍数：

$$市盈率=\frac{股票价格}{每股收益}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据以上公式，Wolfe 食品公司（参见上节）的市盈率为：

股票价格＝50 美元

归属于普通股的净利润＝45 000 000 美元

普通股股数＝10 000 000 股

$$每股收益=\frac{45\ 000\ 000}{10\ 000\ 000}=4.50（美元）$$

$$市盈率=\frac{50}{4.50}=11.1$$

以 Wolfe 食品公司的竞争对手 Grubb & Chao 公司（见表 14—2）为例，说明如何利用市盈率来进行公司间的比较。Grubb & Chao 公司与 Wolfe 食品公司具有相同的预计利润增长率（10%）和必要报酬率（13%），但是，Grubb & Chao 的市盈率却高于 Wolfe 食品公司（13.5 与 11.1）：

$$市盈率=\frac{股票价格}{每股收益}=\frac{48.75}{\left(\frac{54\ 000\ 000}{15\ 000\ 000}\right)}=\frac{48.75}{3.60}=13.5$$

表 14—2　　Grubb & Chao 公司的部分财务数据

归属于普通股股东的净利润	$54 000 000
普通股股东股利	$18 000 000
发行在外的普通股股数	15 000 000
盈利的预期年增长率	10%
投资者的必要收益率	13%
当前的股票价格	$48.75

根据以上信息，投资者可能认为 Wolfe 食品公司比 Grubb & Chao 公司更具投资价值。该结论是基于股利折现模型得出的，Grubb & Chao 的股票价值等于：

$$P=\frac{D}{K-g}=\frac{\left(\frac{18\ 000\ 000}{15\ 000\ 000}\right)}{0.13-0.10}=\frac{1.20}{0.03}=40（美元）$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

324 该价格低于其实际价格 48.75 美元，表明该股票被市场高估了。同时，在“正确”价格下，Grubb & Chao 公司的市盈率与 Wolfe 食品公司相同：

$$
\begin{aligned}
\text{市盈率} &= \frac{40}{3.60} \\
&= 11.1
\end{aligned}
$$

基于市盈率的价值分析可以超出上述公司间比较的范畴。分析师可以将行业内的所有公司进行排序，然后判断市盈率的差异是否是合理的，或者某些公司是否排序有误。注意，表 14—3 是按照公司过去 4 个季度的实际利润，
325 而不是下一年度的预计利润进行排序的，这是市盈率比较中所使用的一种常见形式。此外，利润需排除非经常性项目（参见第 3 章）。通过考虑发行在外的可转换证券转换产生新股的可能性，需计算稀释的每股盈余。

表 14—3　行业内公司的市盈率排序：化妆品和个人护理行业——2001 年 9 月

公司	股价除以 2001 年的预计每股收益
高露洁	29.06
吉列	25.00
雅诗兰黛	24.71
雅芳	22.58
查蒂姆	19.37
依特香水	18.75
雅涛	17.47
德尔医药	16.27
DSG 国际	15.31
百诺肯交易	9.36
CCA 工业	5.42
巴乐士香水	5.38
欧博士控股	4.35

资料来源：Bloomberg.

14.3　市盈率倍数不同的原因

市盈率倍数受上述估值公式中各变量的影响：

$$P=\frac{D}{K-g}$$

$$P/E=\frac{P}{EPS}$$

式中，P 为股票的当前价格；D 为当前的股利率；K 为必要收益率；g 为增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长率；P/E 为市盈率；EPS 为当前的每股收益（年）。

将第一个公式中的 $D/(K-g)$ 代入第二个公式中的 P，得到：

$$P/E=\frac{\frac{D}{K-g}}{EPS}$$

根据公式，预计盈利增长率的提高可以增加市盈率倍数。例如，Grubb & Chao 公司与 Wolfe 食品公司的盈利增长率均为 10%，两家公司当前的股票价格均为利润的 11.1 倍。假设另一家竞争公司 Eatmore & Co. 凭借业务的高增长性，预期其盈利增长率为 11%，由此将带来较高的市盈率：

$$P/E=\frac{\frac{D}{K-g}}{EPS}$$

$$P/E=\frac{\frac{\$1.60}{0.13-0.11}}{\$4.80}$$

$$P/E=16.7$$

但是，如果较高的增长预期是建立在高风险的基础上，那么 Eatmore & Co. 公司的盈利将不会获得这么高的溢价（16.7 倍，竞争对手为 1.1 倍）。例如，Eatmore & Co. 公司的经营战略可能是重点拓展发展中国家市场，发展中国家的个人收入增长率要大于成熟的美国经济。在这种情况下，相比 Grubb & Chao 公司和 Wolfe 食品公司，Eatmore & Co. 公司可能在本土化、利润输回的限制、贸易保护政策和汇率波动等方面面临较大的风险。因而，市场将提高对 Eatmore & Co. 公司盈利的折现率（K）。折现率 0.5 个百分点的增长（从 13.0%到 13.5%）将抵消公司市盈率的大部分增长，从 16.7 倍下降到 13.3 倍：

$$P/E=\frac{\frac{D}{K-g}}{EPS}$$

$$P/E=\frac{\frac{\$1.60}{0.135-0.11}}{\$4.80}$$

$$P/E=13.3$$

实际上，所有者权益分析师正是利用调整折现率及由此而调低公司市盈率倍数来应对第 3 章所讲到的管理层盈余操纵。公司可能会进行不严格的会
327 计操作，并且不作应有的长期投资，而同时希望人为操纵的每股盈余能获得与竞争对手一样的倍数。许多管理层向分析师陈述的核心是一张表格，以此来说明，相比其他公司，其市盈率倍数是较低的。首席执行官通常以此表格作为公司股价被低估的证据。而投资者会及时注意到这种差异，并提升盈利倍数。因此，在当前以较低价格买入股票的投资者其股价也会提高。

虽然上述说法有时是成立的，但是还必须考虑这种盈利倍数的“差异”是否真的是由于分析师疏忽所造成的。对于一家大型资本化公司来说，将有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数以百计的华尔街及机构分析师对其进行比较分析。因此，他们会充分意识到较低的盈利倍数，但是，可能基于以下原因认为其是合理的：

- 公司利润比其他可比公司更具有周期性。
- 公司盈利曾一度“出人意料”，这会使人怀疑公司对报告结果进行了大量的“盈余管理”。
- 管理层行为反复无常（例如，突然改变公司战略、错误地并购），难以预测未来结果。

分析师可能会理解错误，确实是低估了公司股票。但是，盈利倍数是否较低是一种主观的判断，跟疏忽没有关系。对于一家小型的资本化公司来说，虽然竞争对手具有较高的市盈率，但其较低的倍数可能就是合理的。对于与大型的、资本运作较好公司竞争的公司而言，需要提高折现率。小型公司还可能具有缺乏管理经验和生产集中于一到两家工厂的劣势。

考虑到定性因素可能会降低市盈率，公司通常会指出，低估是由于错误的理解所带来的。例如，高度周期性行业内的一家公司可能会声称其是行业内的特例。汽车零配件的制造商指出，通过主要销售汽车配件，公司的盈利可以不受汽车销售波动的影响。而无论消费者是否购买新的汽车，他们都需
328 要保修现有的汽车。实际上，如果人们都不购买新的汽车，随着现有汽车的陈旧，备件的销售应该会有所上升。同样的道理，建筑材料生产商可能会声称，通过重视改建和维修市场，可以缓解房屋新建波动的影响。

这些说法可能有一定的道理，但是投资者不应该毫不怀疑地接受。分析师应该独立地判断，从过去的经历来看，公司业务是否如其所述不受周期性影响，而不是简单地相信公司的说法，认为公司盈利倍数确实被低估。此外，还需确认所谓的稳定盈利是否足以抵消公司业务其他领域的预期下滑。

记住，公司建立新形象要远比改善经营业绩容易。分析师应该特别警惕善于炒作与当前热门股票相关“概念”的公司。20 世纪 70 年代后期，暴涨的石油价格导致石油生产商的预期盈利增长率，从而市盈率和股票价格均有所提高。突然，化学公司、资本性商品生产商和其他一些公司均开始宣称自己是“能源玩家”。一些公司通过收购石油产业确实做到了这一点，而其他一些公司只是开始公开宣称自己与市场中的石油经营业务有关联，而这些石油业务可能从上升的油价中获利。几年以后，当石油价格下降时，这些公司在年报中删除了与能源相关的介绍和图片。几乎在同一时间，随着受益于石油价格上扬的休斯敦和其他城市经济繁荣的结束，全国的零售连锁店变得较少宣传自己与阳光地带联盟（Sunbelt）的联系了，而这在过去几年一直是高增长和高市盈率的代名词。

14.3.1 将每股收益正常化

公司可能不惜代价地提高市盈率倍数。因而，分析师应该对盈利倍数的计算保持合理的怀疑。除了由于盈利质量问题而提高折现率外，分析师还应该在每股收益的可持续性受到质疑时将其趋势正常化。

例如，假设虚拟公司 PPE 制造公司过去 5 年的每股收益如表 14—4 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该公司市盈率通常与市场整体一致，目前预计为 12。按照这个逻辑，股票价格为 2.67 美元的 12 倍，即约 32 美元。

表 14—4　　PPE 制造公司的历史每股收益表

年份	每股收益
2002	$ 1.52
2003	1.63
2004	1.86
2005	2.04
2006	2.67（估计）

但是，图 14—1 表明，PPE 公司每股收益的本年预计值在历史趋势线之上，使得当前水平的可持续性受到了怀疑。事实上，2.67 美元的每股收益来自于近期内不会再次发生的特殊事项的影响。具体而言，由于预期会发生全行业的罢工，消费者提高了对 PPE 公司主要产品的购买。公司出现暂时缺货，并由此带来了价格的提高。随着公司全速运转（将单位成本降至最低）及价格上涨，PPE 公司获得了以前从未有过、未来也可能不再出现的高额利润率。

仅基于不反映公司长期盈利能力的每股收益的暂时变化，PPE 公司的价值便从 24.5 美元（上年度每股盈余的 12 倍）上涨到 32 美元，即 31%的增长率，是不合适的。因此，分析师应该通过建立以前年度的趋势线将 PPE 公司

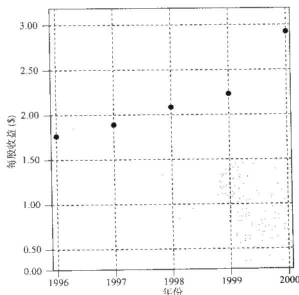


图 14—1　PPE 制造公司的历史每股收益图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的每股收益正常化。图 14—2 利用最小二乘法来进行拟合。

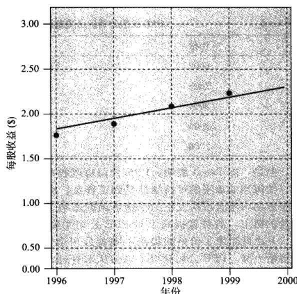


图 14—2 PPE 制造公司的每股收益趋势线——最小二乘法

331 该方法的公式如下：

$$y = a + m(x - \bar{x})$$

$$a = \bar{y}$$

$$m = \frac{\sum xy - n\bar{x}\bar{y}}{\sum x^2 - n\bar{x}^2}$$

$$\bar{x} = \frac{0+1+2+3}{4} = 1.5$$

$$\bar{y} = \frac{1.52+1.63+1.86+2.04}{4} = 1.7625$$

$$\sum xy = (0 \times 1.52) + (1 \times 1.63) + (2 \times 1.86) + (3 \times 2.04) = 11.47$$

$$n\bar{x}\bar{y} = 4 \times 1.5 \times 1.7625 = 10.575$$

$$\sum x^2 = 0^2 + 1^2 + 2^2 + 3^2 = 14$$

$$n\bar{x}^2 = 4 \times (1.5)^2 = 9$$

$$m = \frac{11.47 - 10.575}{14 - 9} = 0.179$$

$$y = 1.7625 + 0.179(x - 1.5)$$

当 $x=4$ 时，趋势线上本年度的值为 2.21 美元。利用市盈率倍数 12，得到股票价格为 26.5 美元。如果公司没有其他较好的投资机会，适度的偏离该点还是可以接受的。但是，公司不能基于不可持续的盈利水平来进行价值评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14.3.2 可持续增长率

可持续性概念不仅与盈利的异常增长有关，还用于决定公司每股收益的历史增长率是否具有可持续性。如果增长是由留存收益增加之外的因素所带来的，则答案很可能是“否”。

如下所示，每股收益可分解为：

$$\text{资产周转率}\times\text{销售利润率}\times\text{财务杠杆}\times\text{每股账面价值}=\text{每股收益}$$

或者

$$\frac{\text{销售收入}}{\text{总资产}}\times\frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}}\times\frac{\text{总资产}}{\text{净值}}\times\frac{\text{净值}}{\text{发行在外股票数}}=\frac{\text{净利润}}{\text{发行在外股票数}}$$

每股收益不会只因为销售收入的增长而增长。由于销售收入是销售利润率的分母及资产周转率的分子，因而销售收入的增长将在上述公式中抵消。等式左边 4 项中某一项的增长或者发行在外股票数的下降，都会带来结果（每股收益）的增加。激进的管理者可能会提高资产周转率，而资产最终会达到生产能力的极限。同样，销售利润率也不可能无限地提高，因为太丰厚的利润会带来激烈的竞争，财务杠杆也会到达极限。因为随着财务风险的增加，当到达某点后，债权人将不会再继续提供资金。因此，只剩下每股账面价值，其通过增加留存收益可以不断提高，而留存收益是每股收益持续增长的来源。只要投入的每股权益资本持续增长，权益投资获得的收益就会越多（读者可以通过上述公式来证明），每股盈余也就会提高。

但是，如果公司将利润全部用于给股东发放股利，公司的每股账面价值将不会提高（这就是提高股利支付率不一定带来股价直接、同比例上涨的原因，这与公式 $P=D/K-g$ 的结论不同）。假设公司将利润再投资可以获得正常的权益收益率，则提高股利支付率减少了每股收益的增长。这样，分子和分母（分别为 D 和 $K-g$）同时增加，P 保持不变。

那么，为了保持每股收益的可持续性增长，公司必须留存一定比例的利润。留存比率越高，累计每股账面价值越大，则 EPS 增长率越高。据此，可以得出以下公式：

$$\text{可持续性增长率}=\text{权益收益率}\times\text{利润再投资比率}$$

式中，利润再投资比率＝1－股利支付率。

如前所述，除了已阐述的各种可能性，还有一种提高每股收益的方式是减少发行在外股票数。20 世纪 90 年代，面对有限的收入增长机会，很多公司利用股票回购保持 EPS 增长率。1995—1999 年，IBM 公司支付 341 亿美元进行股票回购，大于当期的累计净利润 313 亿美元。通过股票回购减少所有者权益，IBM 公司提高了财务杠杆及由此带来的财务风险。此外，IBM 公司还增加了债务。财务评论员詹姆斯·格兰特（James Grant）打趣地说，如果 IBM 公司继续回购股票，它将经历缓慢的杠杆收购。[①] 但是，这样的 EPS 提

① Bethany McLean, “Hocus-Pocus: How IBM Grew 27% a Year,” *Fortune*, June 26, 2000, p. 165.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升计划是有局限性的，因为，如前所述，债权人在某一点上将拒绝继续提供债务资金。

在计算股票回购对每股收益的影响时，分析师应该注意一个细节。只要公司用闲置的现金进行股票收购，则 EPS 的增加将会被失去的投资收益所抵消。如果一家公司资产负债表上的现金大于其盈利性经营活动所需的现金，则不应该指责公司管理层利用股票回购来提升每股收益的做法。

14.4 杜邦公式

上述有关可持续性增长的讨论引出了一个公式，其将每股收益分解为几个简单的财务比率。其他权益分析的方法也会用到指标分解，其中，最著名的方法就是杜邦公式（Du Pont formula）（该方法通常认为是由唐纳森·布朗（Donaldson Brown）发明的，他在杜邦公司（E. I. du Pont de Nemours）任职期间发明了该公式，随后在 20 世纪 20 年代作为通用汽车公司的财务副总裁推广了该公式）。利用杜邦公式，分析师可以更加容易地认识到公司资产报酬率的来源：

334 资产周转率×销售利润率＝资产报酬率

$$\frac{\text{销售额}}{\text{资产}}\times\frac{\text{利润}}{\text{销售额}}=\frac{\text{利润}}{\text{资产}}$$

同大多数比率分析一样，杜邦公式不仅可以用来解决问题，也会提出一些新问题。如果一家公司通过在不影响竞争能力的同时降低营运资本（从而提高资产周转率）来提高资产报酬率，则公司可以获得较高的经营业绩水平。另一方面，降低必要的资本支出对资产报酬率也能产生短期的正面效应。由于折旧，资产周转率的分母会下降，同时，由于本年较低的资本支出将减少未来的折旧费用，从而销售利润率也会上升。但是，资本支出不足最终会损害公司的竞争能力，从而影响公司的长期资产回报率，因此，分析师应该确定这些比率变动的真实面目。

食品生产行业的杜邦分析（见表 14—5）验证了研究权益报酬率各组成部分的价值。仅从权益报酬率看，康尼格拉食品公司（Conagra）（13.93%）和卡夫食品公司（Kraft Foods）（14.24%）相似。但是，其实现方式有很大的差异。康尼格拉食品公司是一家更加商品化的公司，其销售利润率较低
335 （1.63%，卡夫食品公司为 7.54%），但是资产周转速度较快（2.06 次与 1.28 次）。味好美食品公司（McCormick）和好时食品公司（Hershey Foods）的权益回报率分别为 38.27%和 28.47%，因此，味好美食品公司看似盈利能力更强。但是，其优势完全来自于更为激进的财务杠杆（味好美食品公司的 4.62 倍与好时食品公司的 2.93 倍，好时公司为行业中第二保守的公司）。好时公司的销售利润率及资产收益率要远高于味好美公司。分析表明，为了获得味好美食品公司较高的权益收益率，投资者必须承担比购买好时食品公司股票更高的财务风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14—5　　食品生产行业 2000 年数据的杜邦分析*

公司名称	资产周转率（次数）	×	销售利润率（%）	=	资产报酬率（%）	×	财务杠杆（倍数）	=	权益收益率
康尼格拉	2.06		1.63%		3.36%		4.15		13.93%
都乐食品	1.67		1.42		2.38		5.13		12.19
亨氏	1.06		9.47		10.06		5.55		55.80
好时食品	1.22		7.93		9.70		2.93		28.47
荷美尔食品	2.24		4.63		10.37		1.88		19.48
家乐氏	1.42		8.45		12.00		5.46		65.48
卡夫食品	0.51		7.54		3.84		3.71		14.24
味好美	1.28		6.48		8.28		4.62		38.27
罗森普瑞纳	0.94		19.19		18.02		6.71		120.93
莎莉	1.51		6.98		10.52		9.22		97.06

注：*计算结果四舍五入。

如表 14—5，一些公司的权益报酬率非常高，莎莉食品公司（Sara Lee）为 97.06%，罗森普瑞纳公司（Ralston Purina）为 120.93%。该结果部分地反映了两家公司具有行业中最高的财务杠杆。此外，极高的权益报酬率还来自于公司较低的账面价值。作为知名食品的生产商，莎莉公司和罗森普瑞纳公司的所有者权益价值主要来源于消费者对著名品牌的认可，而不是生产食品的有形工厂。2001 年 6 月 30 日，罗森普瑞纳公司的股票收盘价格为 30.02 美元，而其每股账面价值仅为 2.36 美元。当所有者权益按照市场价值而不是历史成本计价时，公司的权益报酬率要低得多（参见第 2 章的“基于市场价值权益的利弊”）。

14.4.1　修正的杜邦公式

进一步进行指标分解，修正的杜邦公式分析了所有者权益报酬率的来源：

$$资产回报率 \times 财务杠杆 = 权益报酬率$$

$$\frac{利润}{总资产} \times \frac{总资产}{所有者权益} = \frac{利润}{所有者权益}$$

如前所述，当盈利面临较大的不确定性时，股票市场通常会赋予公司较低的市盈率倍数来进行价值评估。以财务杠杆表示的财务风险是影响公司市盈率的考虑因素之一。一般而言，相比采取激进的财务杠杆的公司，分析师会对通过提高资产回报率来提高权益报酬率的公司作出更为积极的反应。除了使收益率的波动性更大之外，增加资产负债表中的负债并没有反映改善经营业绩的管理技能。并且，已充分利用负债能力的公司将不能采用同样的方法进一步提升权益报酬率。另一方面，没有充分利用负债能力的公司又掩盖了其在未来可开发的盈利能力（及由此给股东带来的利益）。和其他衡量盈利质量的财务方法一样，修正的杜邦公式可以帮助投资者判断公司权益报酬率的质量。

336

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14.5 通过可能的重组进行估值

杜邦分析的一个好处在于其表明了公司通过重组提升价值的潜力。无论是内部发起还是源自外部压力，有关经营和财务战略的重大变更均能大幅提升公司的普通股股价。表 14—5 的分析有助于确定特定情况下能释放价值的重组方式。一些公司可以通过更为有效的资产利用来提升股票价格，而其他一些公司则可以通过提高财务杠杆来提升股价。①

公司管理层通常会发现其与股票市场投资者和投机者在公司政策上观点不一致。一般而言，经理人员倾向于公司保留一定数量的闲散资金，以应对危机和机会。如果公司将资产负债表上多余的现金投资于低风险、短期限的金融工具，赚取较低的收益率水平，公司经理人员将比投资者要处之泰然。他们认为，如果盈利和现金流出人意料地下滑或者突然出现非常好的并购机会，这些现金将派上用场。相反，投资者和投机者则希望将现金用于回购股票或者返还给股东。相比股东，经理人员更倾向于相信业绩不佳的公司会有所好转，其判断有时会受到不愿意承认所进行并购并不成功的影响。

多年以来，管理层—股东之间对经营及财务政策的争论有各种表现手段。早在 1927 年和 1928 年，证券分析师的先驱本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）就成功地劝说北方管道公司（Northern Pipeline）对特定资产进行了清理，这些资产对公司原油运输业务并不重要，并将清理所得分配了股
337 东。格雷厄姆获得了大型机构持有人洛克菲勒基金会（the Rockefeller Foundation）的大力支持。由于机构投资者通常都偏向管理层，该结果在当时及此后的几年都是不常见的。如果机构投资者完全不满意公司的运营方式，他们顶多会出售所持有的股票。即使是在 20 世纪 80 年代，机构投资者试图进行改变的操作也是不多见的。因此，管理层在公司治理上的主要对手是激进的财务经营者。20 世纪 50 年代，这些虚张声势的人通过代理权争夺改变公司战略，引起了广泛注意。他们的运作方式是通过年度股东大会的董事选举获得董事会的多数控制权。

20 世纪 70 年代，代理权争夺转变为敌意并购，而之前作为并购中介的投资银行是看不起这种交易的。20 世纪 80 年代，敌意收购非常普遍，部分产生于高收益债务（非正式的叫法为“垃圾债券”）融资的增长。高收益债券还给许多杠杆收购（leveraged buy-out，LBO）筹集了资金。LBO 发起人支持这些具有争议性的交易，认为如果这些交易可以私下进行，从而避开公开市场对短期利润增长的贪得无厌，则公司可以提升其长期业绩。

---

① 公司可以通过提高财务杠杆来提升市场价值的观点是对现代财务学基本原则的公然挑衅。诺贝尔经济学奖获得者弗朗哥·莫迪利亚尼（Franco Modigliani）和默顿·米勒（Merton Miller）指出，在严格的假设条件下，公司股票的市场价值与资本结构中负债和权益的比例不相关。莫迪利亚尼和米勒继续其研究，放松了假设条件，以更贴近现实。特别是，他们和随后的研究者发现，通过提高财务杠杆，从而更加充分地利用债务的税盾效应（tax shield），事实上可以提升公司股票的市场价值。借款利息可以抵税（tax-deductible），而股利不能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 90 年代，机构投资者终于开始意识到，利用持有的大额股份，其可以对公司董事会施加影响。大型机构投资者通过精简流程、处置非盈利业务单位和用多余现金回购股票等措施推动公司提高股票价格。在某些情况下，当机构投资者的声音得不到响应时，机构会撤换高管层。

20 世纪 90 年代的股东激进主义在相对较高的市盈率环境中蓬勃发展。此外，这一期间还反对之前提高财务杠杆的做法。因而，这些条件不利于借款—收购交易，而这些交易曾推动了 20 世纪 80 年代的许多公司重组。

当时，基本的交易包括以较低价格购买股票从而获得公司的控制权，然后大幅增加资本结构中的负债。由于当时普遍较低的市盈率水平，以及许多公司的负债水平较低，这种机会很多。至少在早期阶段，财务预测假设尚不是
338 过于激进，提高债务权益比，还是可以在不增加破产风险的同时带来价值的。因而，敌意收购者集中关注的是修正杜邦公式的第二个因素——财务杠杆。

通过释放无负债资产负债表中的潜能，20 世纪 80 年代的并购者不只是追求高额利润。而更为重要的是，他们的行为严重损害了作为公司估值基础的盈利倍数。

以虚拟公司 Sitting Duck 公司为例（见表 14—6）。基于一般假设及同类公司盈利倍数普遍为 11 倍，Sitting Duck 公司的所有者权益估值为 7.15 亿美元，是其账面价值 4.13 亿美元的 1.7 倍。

表 14—6　　Sitting Duck 公司

截至 2001 年 12 月 31 日的会计年度（单位：百万美元）

资产负债表		现金流量表	
流动资产	$ 594	净利润	$ 65
不动产、厂房和设备	406	折旧	38
资产总额	$ 1 000	经营活动产生的现金流量	103
流动负债	$ 350	股利	22
长期负债	237	资本支出	41
股东权益	413	营运资本增加	10
负债和权益合计	$ 1 000	经营活动使用的现金流量	73
		可使用的净现金	30
损益表			
销售收入	$ 1 253	长期负债的减少	25
产品销售成本	972	现金及现金等价物的增加	$ 5
销售费用、一般费用及管理费用	95		
经营利润	186		
利息费用	19		
税前利润	167		
所得税	102		
净利润	$ 65		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

339 但是，并购公司可能会采用不同的估值方法。它们可能关注的不是利润，而是现金流。在支付了大约三分之一的利润作为股利以及厂房设备资本支出额超出折旧之后，Sitting Duck 公司 2001 年产生的现金为 3 000 万美元。管理团队将现金用于降低已经较为保守的债务资本比（36%）和增加有价证券投资。而对于敌意收购者来说，更为合适的用途是为并购提供资金。

计算过程如下：假设商业银行目前愿意给杠杆收购项目贷款，该项目的 EBITDA 利息保障倍数为 1.5 倍（债权人不关心公司的账目利润，而是关心公司偿还债务的能力，而产生现金的能力是其决定性因素）。Sitting Duck 公司的经营利润为 1.86 亿美元，加回折旧额 0.38 亿美元，得到 EBITDA 为 2.24 亿美元。在 EBITDA 利息保障倍数为 1.5 倍的条件下，2.24 亿美元可以承受的利息为 1.49 亿美元，高于 Sitting Duck 公司当前利息 1.3 亿美元。假设杠杆收购融资的成本为 13%，并购者能在现有资产负债表的基础上增加 10 亿美元的负债。如果贷款标准要求交易中至少有 10%的权益资金，则并购者必须额外筹集 1.11 亿美元，则总资本为 11 亿美元。根据该计算，敌意收购者能支付超过 Sitting Duck 公司市场价值 55%（11.11 亿美元÷7.15 亿美元=1.55）的溢价。因而，购买价格是盈余的 17 倍而不是当前市场上的 11 倍。但是，并购者是通过现金流而非利润指标获得这一数值的。收购价是 EBITDA 的 5 倍，是杠杆收购专家界定的合适水平（如第 8 章所述，EBITDA 绝不是现金流的最佳衡量方法，但是它可以作为杠杆融资中的标准）。

回顾这一计算过程，人们一定想知道并购者在支付超过公司现行价格 55%的溢价之后，是否真的获得了高额投资回报。事实上，对于权益投资者来说，20 世纪 80 年代的许多高价收购都被证明了是十分有利的。一些早期交易从资产价值中获益，这些资产价值即使是仔细审阅财务报表也是无法辨认的。例如，公司拥有几十年前购买的房地产，并且以历史成本计价。这些资产可以以远高于资产负债表价值的价格出售。依靠这些信息，经理人员主导
340 对自己公司的收购，因为他们知道，相比较所并购资产的市场价值而言，公司并没有负担过多的负债。在收购交易中，经理人自然比股东具有信息优势，从而产生利益冲突（conflicts of interest）。随着 20 世纪 80 年代 LBO 的发展，董事会对待公司并购更加谨慎，以免被指控与管理层合谋损害股东利益。因而，对 LBO 发起人和管理团队来说，廉价收购公司的机会越来越少。购买者不再对并购资产的经济价值大于其承担的负债信心满满。在 1990 年和 1991 年，与后期 LBO 相关的许多债券都出现了违约。

20 世纪 90 年代，杠杆收购不再是财务领域的显著特征。尽管资本结构的杠杆比率低于 20 世纪 80 年代后期，但是这种交易仍然在发生。当未来熊市时期股票的市盈率再次走低时，投资者将重新关注 LBO 目标公司的价值。权益分析师需要理解这些价值是如何确定的，以评估股票上涨的可能。此外，债权人、债券持有人和 LBO 权益的购买者可能会要求财务报表分析师判断交易获利的可能性。答案部分取决于公司效仿以往杠杆收购所采用战略的能力，这些交易成功地偿还了负债，并且为权益投资者提供了满意的经风险调整后的回报率。通常，LBO 的赢家利用以下方法来获得收益：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 提高利润率。杠杆收购基于以下两个原因可以提高公司的盈利能力。第一，所有权变化可以使公司经营面貌焕然一新。通常，新进入者对于长期存在的、不盈利的生产线没有那么多感情。此外，他们更容易采取情感上犯难，但是可以提高竞争力的必要措施，比如裁员和生产外包。第二，由于收购，管理层可能获得公司成功所带来的放大的收益。与管理层在离职时获取的股票期权不同，高级甚至中层管理人员可以获得权益收益，这可以使他们在几年之内获得大量的财富。激励政策的变化可以减少管理层在经营活动中保留闲散资金的热情，促使他们尽可能地利用公司资产赚取利润。由于分享收益的机会增加，管理层可能会压缩之前可以容忍的非必要成本，并且与过去相比，更加主动地开发潜在的新市场。无论采取哪种方式，利润率的提高均意味着较高的 EBITDA。而这将带来较高的估值，给 LBO 权益投资人带来利润。

分析师必须密切注意只通过减少投资支出来提高报告利润率的做法。在 LBO 之后，公司通过减少广告和研发支出能立即提高报告利润。尽管会计准则不允许将这些项目资本化，但是这些支出会在未来带来收益。大幅降低这些支出或者推迟资本支出以保留现金可能会损害公司的未来竞争力，使利润在短期内虚增。LBO 发起人总是否认会削减资本支出或者在并购前保持支出水平，而公司往往是事倍功半。但是，由于 1990 年和 1991 年间出现的 20 世纪 80 年代 LBO 较高的失败率，谨慎的分析师将怀疑上述论断。对于丧失竞争地位的公司来说，今天的利润上涨将是公司明天破产的征兆。

遗憾的是，利润表几乎不能提供投资支出是否缩减的信息。因此，分析师必须从行业渠道获取投资支出是否充足的证据。如果公司的客户指出在杠杆收购后，服务质量下降了，这可能表明重要的销售支撑部门被缩减了。盈利可能在短时间内上涨，但是随着客户转向其他商家，公司将面临长期亏损。

2. 资产出售。由于股票市场主要关注盈利，公司的市场价值可能远远小于资产的总价值。例如，一家分支机构的净利润很低，但是能通过折旧产生大量的现金流，其在私下市场具有较高的价值。在这种情况下，该分支机构应该按 EBITDA 倍数来估价。另外，分支机构不盈利的原因可能是因为规模较小。竞争对手可能愿意购买这样的分支机构，将其与自己的经营合并，产生的合并利润会大于独立经营单位的利润之和。发现公司内该机会的 LBO 发起人会投入少量的自有资金，借入大部分资金来支付购买对价，然后清算净
342 利润较低的业务来偿还贷款。如果按计划实施，资产出售将使主并方无负债并拥有公司的剩余部分，即之前产生大部分净利润的经营业务。在以市盈率为导向的股票市场中，公司剩余部分的价值将和以前公司整体的价值相同。然后，LBO 发起人可以通过公开发行套现。尘埃落定以后，发起人清算的金额应该大于支付给原股东的溢价。

未实现盈利和 EBITDA 倍数绝不是公司治理争议中的唯一估值因素。支持政策变化以提升股东价值的人有时关注财务报表中特定资产的价值。例如，石油公司在年报中披露其石油储备。由于能源公司经常买卖储备，并且披露大规模交易的价格，因此随时可以获得其当前市场估值。如果地下储备的石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

油以 10 美元每桶的价格交易，那么拥有 2 500 万桶石油储备的公司理论上可以按 2.5 亿美元来出售该资产。[①] 2.5 亿美元加上基于市盈率的炼油、营销和运输资产的价值将远大于公司目前的市场价值。如果是这样，石油储备“未确认”的价值可以作为其他股票评估方法的基础。

进行重组的公司还会获取矿石、房地产和长期投资等与公司核心业务无关的资产的未确认价值。实现该资产价值的方法包括：

- 现金销售该资产。
- 将该资产放入一家独立的分支机构，然后将分支机构部分上市，以确定公司剩余部分的市场价值。
- 将该资产放入一家成熟的有限合伙制公司，该公司的利益全部归股东所有。

通过可能的重组进行估值所传递的关键信息是，关注市盈率倍数，不是投资者基础分析的唯一形式。实际上，基础分析还有很多种方法。这些方法的基础是对财务报表的充分理解，财务报表之外的因素也会对基础分析估值起到重要作用。

14.6 小　结

如本章开篇所述，以财务报表为基础的估值只是股票交易者所采取的分析方法的一部分。当然，交易所内瞬间决策的交易者几乎不进行任何形式的分析，而是一种对瞬息变化的供求平衡的本能反应。

但是，对于持长期观点的投资者来说，财务报表分析能为估值提供非常重要的参考。股票可能会对市场变动作出强烈反映，出现暂时飙升或者狂跌，但是，最终它会回归理性，股价会回归至以公司产生利润和现金的长期能力为基础的合理水平。市盈率、EBITDA 倍数以及清算价值的概念与之相符。最后，之前“未确认”的资产价值同样也取决于其产生现金的能力，可以根据前期经营业绩来进行衡量。通过研究公司历史财务报表来预测未来经营业绩，分析师可以获得股票的真正价值，该价值不受市场暂时波动的影响。

① 但是，请注意与储备估值相关的不确定性因素，请见第 2 章中“价值问题”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

345

著 作

[1] Browne, Lynn E., and Eric S. Rosengren (Editors), *The Merger Boom: Proceedings of a Conference Held in October 1987* (Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1988)

[2] Fabozzi, Frank J., and T. Dessa Fabozzi (Editors), *The Handbook of Fixed Income Securities*, Fourth Edition (Burr Ridge, Illinois: Irwin Professional Publishing, 1995)

[3] Fridson, Martin S., High Yield Bonds: *Identifying Value and Assessing Risk of Speculative-Grade Securities* (Chicago: Probus Publishing, 1989)

[4] Gitman, Lawrence J., *Principles of Managerial Finance*, Seven Edition (New York: HarperCollins Financial Publisher, 1994).

[5] Hale, Roger H., *Credit Analysis: A Complete Guide* (New York: John Wiley & Sons, 1983)

[6] Levins, Sumner N. (Editor), *Handbook of Turnaround & Bankruptcy Investing* (New York: Harper & Row Publishers, 1991)

[7] Maginn, John L., and Donald L. Tuttle (Editors), *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process*, Second Edition (Boston: Warren, Gorham & Lamont, 1989)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[8] Malonis, Jane A. (Editor), *Encyclopedia of Business*, Second Edition (Detroit: Gale Group, 1999)

[9] McConnell, Campbell R., *Economics: Principles, Problems and Policies*, Tenth Edition (New York: McGraw-Hill Book Company, 1987)

[10] Mosteller, Frederick, Robert K. E. Rourke, and George B. Thomas, Jr., *Probability with Statistical Applications*, Second Edition (Reading, Mass.: Addison—Wesley Publishing Company, 1970)

[11] Pass, Christopher, Bryan Lowes, Leslie Davis, and Sidney J. Kronish (Editors), *The HarperCollins Dictionary of Economics* (New York: HarperCollins Publishers, 1991)

[12] Prochnow, Herbert V. (Editor), *Bank Credit* (New York: Harper & Row Publishers, 1981)

[13] Reilly, Frank K., *Investment Analysis and Portfolio Management*, Third Edition (Orlando, Florida: The Dryden Press, 1989)

346 [14] Siegel, Joel G. and Jae K. Shim, *Dictionary of Accounting Terms* (New York: Barron's Educational Series, 1987)

[15] Standard & *Poor's Municipal Finance Criteria* (New York: Standard & Poor's Corporation, 1989)

[16] White, Gerald I., and Ashwinpaul C. Sondhi (Editors), *CFA Readings in Financial Statement Analysis* (Charlottesville, Virginia: The Institute of Chartered Financial Analysts, 1985)

期 刊

[17] *CreditWeek* (New York: Standard & Poor's Weekly)

[18] *Moody's Bond Record* (New York: Moody's Investors Service, Monthly)

[19] *Moody's Bond Survey* (New York: Moody's Investors Service, Weekly)

[20] *Schilit's Shenanigan Busters* (Rockville, Maryland: Center for Financial Research and Analysis)

[21] *Standard & Poor's Bond Guide* (New York: Standard & Poor's, Monthly)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

词 汇 表[①]

加速到期（accelerate） 指因债务人违约导致相关债务在原约定的到期日之前到期，债务人应立即偿还。

会计原则委员会（Accounting Principles Board（APB）） 美国会计准则制定机构，隶属于美国注册会计师协会，是财务会计准则委员会的前身。

权责发生制（accrual accounting） 所谓权责发生制或应计制会计，指的是凡是当期已经实现的收入和已经发生的费用，不论款项是否收付，都应该确认为当期的收入或费用。

精算假设（actuarial assumptions） 指为确定养老金基金支付金额或保险费而对未来一些不确定事项，如死亡率、退休情况等，所作的估计。

会计原则委员会（APB） 见 Accounting Principles Board。

账面价值（book value） 指资产在资产负债表上所列示的金额。它等于资产的购置成本减累计折旧和减值准备。资产的账面价值不随市场价格或通货膨胀的上升而增加（参见历史成本会计）。

盈亏平衡产量（breakeven rate） 指边际贡献等于固定成本时的产量，此时税前利润为零。例如：

产品单价＝2.50 美元

单位变动成本＝1.00 美元

固定成本＝600 美元

盈亏平衡产量：$[(2.50-1.00)\times B]-600=0$

$(1.50\times B)=600$

$B=400$ 单位

过渡贷款，过桥贷款（bridge loan） 指获得长期融资前所采用的临时贷款。

① 据联邦养老金保障公司（Pension Benefit Guaranty Corporation，PBGC）相关阐述，本书对现金余额计划（cash balance plan）和设定受益计划（defined benefit plan）的定义进行了相应调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济周期，商业周期(business cycle) 指经济增长率、失业率和物价水平等表现出来的周期性波动。经济周期一般经过繁荣、衰退、萧条和复苏4个阶段。

复合年均增长率(CAGR) 见 compound annual growth rate。

资本密集型(capital-intensive) 厂房、设备等有形资产在资本中占比很大是资本密集的显著特征，由此带来的大额折旧使企业固定成本高，收益波动大。

资本化(支出)(capitalization(of an expenditure)) 指如果一项支出将给未来期间带来收益，则该支出应该计入相关资产价值，并在以后各期进行摊销。

现金余额计划(cash balance plan) 养老固定收益计划的一种。雇员的养老金金额根据"假定"账户的余额来确定。每年将一定比例的工资和利息一并划入该账户。利息可以是固定的，也可以根据一个变动的指数，如30年期国债利率来计算。

现金回报率(cash-on-cash profit) 一般运用在房地产交易中，等于销售房产的现金收入除以现金权益投资额。传统的收益率指标是根据权责发生制计算的，与之不同，现金的现金回报率不会因为非现金支出，如折旧而降低。这反映了土地和楼宇随时间推移而增值的假定，而不会像厂房、设备那样由于磨损而价值不断降低。

第11章(chapter 11) 根据美国1978年《破产改革法案》(Bankruptcy Reform Act)第11章的规定，申请破产的企业除直接进行破产清算外，还可以选择进行重组。

集体诉讼(class-action suit) 美国《联邦民事诉讼规则》(Federal Rule of Civil Procedure)第23条规定了集体诉讼制度。指的是在特定条件满足的情况下，一个或几个原告可以代表与他们有着相同利益要求的众多受害者提出诉讼。集体诉讼的索赔金额巨大，被告公司可能因此而破产。

可比性(comparability) 可比性要求企业提供的会计信息应该相互可比。这一原则要求不同会计主体对同一会计事项所采用的会计方法和程序要一致。

复合年均增长率(compound annual growth rate(CAGR)) 指一项投资在特定时期内的年度增长率。例如：

年份	资产价值(美元)
0	377
1	421
2	414
3	487
4	541
5	596

资产价值每年的增长率在一1.7%(第2年)到17.6%(第4年)之间不等。但是，如果每年的增长率都为9.6%，那么资产的价值也能从最初的377美元增长到第5年末的596美元。复合年均增长率的计算可以使用多功能计算器上的标准功能，同时，也可以借助复利表来获得。

(行业内)合并(consolidation(of an industry)) 指通过企业合并来降低行业中的竞争者数量。

边际贡献(contribution) 它等于单价减去单位变动成本。

可转换证券(convertible) 指持有人可以按规定的比率转换成发行公司股票的债券或优先股(参见可交换证券)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本成本(cost of capital) 指投资者投入资金所要求的收益率水平。企业的资本成本由无风险收益率、经营风险(指企业不能弥补经营成本的风险)溢价和财务风险(指企业不能支付财务成本，如利息的风险)溢价组成。无风险收益率通常等于当前国债利率。

累积股利(cumulative dividend) 大多数优先股都具有累积股利的特征。即对累积优先股应付的股息，必须在分派普通股息前支付。

违约(default) 指债务人无法按期还本付息。债权人由此可以提出对违约方资产的要求权，包括要求其立即、全额偿还借款本金。

固定收益计划(defined benefit plan) 养老金计划的一种。指通常以职工的年龄、收入和供职年限为基础确定养老金支付金额的计划。由雇主承担计划的投资风险(参见现金余额计划和固定缴款计划)。

固定缴款计划(defined contribution plan) 养老金计划的一种。指雇主提存金额确定的计划。雇员养老金金额取决于基金的提存额及其投资收益(参见固定收益计划)。

折旧(depreciation) 指资本设备在使用过程中，逐渐损耗的那部分价值。折旧是一种非现金支出。

股权稀释(dilution) 指现有股东按持股比例所享有的对企业收益要求权的下降。公司通过发行新股的方式进行并购时，如果所购入资产产生的收益不能达到并购企业的现有水平，股权稀释就产生了。同样，如果公司按低于账面价值的价格发行新股，现有股东的权益也会被稀释。此时，新股东投入1美元所获得的公司所有权比例要高于现有股东所持有的1美元净值的要求权。

折现率(discount rate) 指将未来价值或终值转换为现值的比率(参见资本成本 cost of capital)。

折现现金流量法(discounted cash flow) 指按适当的折现率将未来现金流量转化为现值的一种方法。例如，不考虑税收影响，100美元按8%的年率，复利3年后的价值为125.97美元。该金额可以通过下列公式来计算：

$$P\times(1+r)^n=F$$

式中，P 代表现值；r 代表利率；n 代表期间数；F 代表终值。即，$100\times(1.08)^3=125.97$ (美元) (注意，该公式假定每一期收到的利息都会用于再投资)。

因而，折现率为8%时，3年后的125.97美元就等于今天的100美元。100/125.97 或者 0.794 则可以用来计算同一期限、同一利率水平下的其他金额的现值。

利用类似公式，我们可以根据未来现金流量来计算某项资产的价值。举例说明，假定对某特定商品的经销权可以在未来4年内每年带来5 000美元的现金流量，而后期满无残值。折现率为15%时，该经销权的价值为14 820美元。计算经过如下：

年份	预期现金流量（美元）	折现系数	现值（美元）
1	5 000	0.870	4 350
2	5 000	0.756	3 780
3	5 000	0.658	3 290
4	5 000	0.572	2 860
		合计：	14 280

自由现金流量 (discretionary cash flow) 指企业产生的在满足基本经营需求后所剩余的现金流量。目前，对于自由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流量尚没有一个普遍接受的、精确的定义。顾名思义，它等于经营活动产生的现金流量减去营运资金的增加和必要的资本性支出。后者（必要的资本性支出）虽然很难精确计算，但是它应该大于维持现有厂房、设备正常运行所必需的资本性支出。通常，为了保持在产能、成本和技术上的竞争力，企业有必要发生一些“半自由”性质的额外支出。因此，在包含扩张性支出的整个资本预算中，只有一部分是真正意义上的自由性支出。同样的思路，根据定义，债务本金的强制性偿付也不应该认为是自由性支出。但是，如果企业现金流充沛，并确保能对到期债务进行再融资，在这种情况下，该企业对于即便是偿债用途的现金都拥有了相当的自主权。

多样化，多元化，分散投资（diversification） 指投资组合管理中，通过将资产分散于不同证券或投资类型以降低风险的一种方法。运用于公司战略，指的是企业同时经营多项不相关业务。其基本前提是，不同业务其收益表现出不同的变动趋势，收益增加业务可以抵消收益降低业务所带来的影响，从而达到稳定盈余的目的。

复式记账法（double-entry bookkeeping） 对每项经济业务都以相等金额记入相互对应的两个或两个以上账户的一种记账方法。例如，支付应付供应商款项会同时导致现金和应付账款的减少。

道琼斯工业平均指数（Dow Jones Industrial Average） 美国股票市场使用最为广泛的指数之一，由 30 家主要工业公司的股票组成。

息税前利润（EBIT） 指扣除利息费用和所得税之前的利润。

息税折旧摊销前利润（EBITDA） 指扣除利息费用、所得税、折旧额和摊销额之前的利润（也称息税折旧前利润）。

规模经济（economics of scale） 指产品单位成本随产量扩大而下降所带来的效益。规模经济在很大程度上是由于固定成本由更多的产品承担，从而使得单位成本降低。

范围经济（economics of scope） 指企业通过充分利用管理知识或技术来联合生产多种相关产品所带来的产品单位成本的下降。

可交换证券（exchangeable） 指发行人可以强制将其转换成其他证券类型的有价证券。

外部增长（external growth） 指企业通过并购等方式实现的收益增长。

外部资金（externally generated funds） 指通过借款、发行股票等筹资活动所获得的资金（参见内部资金）。

应收账款承购商，让售方（factor） 企业为获得短期资金将应收账款售出，而买入应收账款的金融机构就称为让售方。

美国财务会计准则委员会（FASB） 见 Financial Accounting Standards Board。

美国财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board（FASB）） 美国财务会计准则的制定机构，委员会成员的任命由财务会计基金会负责。该基金会的成员由美国注册会计师协会选派。

金融衍生工具（financial derivative） 指价值依赖于基础资产，如债券、货币价值变动的金融工具。

财务弹性（financial flexibility） 指企业在业务低迷或存在其他财务压力时把握投资机会、保持竞争力的能力。这种能力来源于企业合理的资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结构安排和较强的流动性。

固定成本（fixed costs） 指不随产量变化而变化的成本。例如，租金、利息费用、高管薪酬和折旧（按工作量法计提折旧的除外）。

固定利率债务（fixed-rate debt） 指在整个借贷期内按约定利率计算利息的债务。（比较浮动利率债务。）

浮动利率债务（floating-rate debt） 指借贷期内，随市场利率的变化情况，按特定公式定期调整利率的债务（比较固定利率债务）。

基本分析（fundamental analysis） 指根据预期的收益水平和财务风险等因素来确定公司股票或债务内在价值的一种证券分析方法。与之不同，技术分析是通过价格的历史变动来预测证券的未来价值。

提供资金（funding） 指用长期债务资金替换短期债务。其通过降低到期债务不能偿还所带来的破产风险，可以提高公司的财务弹性。

未来价值，终值（future value） 指给定利率水平条件下，一笔投资在未来某个时点所具有的价值。例如，不考虑税收影响，100 美元按 8%复利 3 年后为 125.97 美元。可以利用下列公式来计算终值：

$$P\times(1+r)^n$$

式中，P 代表期初的本金；r 代表利率；n 代表期间数。

本例中，$100\times(1.08)3=125.97$ 美元（该公式假定在整个投资期间内，所收到的利息会按原有的利率水平用于再投资）。（参见折现现金流量、净现值和现值。）

公认会计原则（GAAP） 见 generally accepted accounting principles。

国内生产总值（GDP） 见 gross domestic product。

公认会计原则（generally accepted accounting principles） 指导和规范企业财务报表编制的各项原则的总称，其以财务会计准则委员会等权威机构制定的准则、会计实务和会计理论文献（包括著作和论文）等为依据。

商誉（goodwill） 资产负债表上的一个会计科目，产生于企业并购中的购买法核算，等于支付对价超过目标企业有形资产价值的部分。

国内生产总值（gross domestic product） 指在一国领土范围内本国居民和外国居民生产的最终产品和劳务的价值。

历史成本会计（history cost accounting） 指资产按取得时的成本（扣除已提折旧或减值准备）计价，不考虑由于通货膨胀、稀缺性等原因所带来的资产名义价值的上升（参见账面价值）。

敌意收购（hostile takeover） 指收购人的收购行动虽遭到目标公司董事会的反对，但仍通过对流通在外股票要约收购等方式强行实施的收购。

内部增长（internal growth） 指企业通过对现有业务进行资本投资所获得的收益增长。

内部资金（internally generated funds） 指企业经营活动所产生的现金流，包括净利润、折旧、递延税款和营运资金的减少等所带来的现金（参见外部资金）。

投资者关系官员（investor-relation officer） 指由公司指定的、负责与证券分析师沟通，以进行投资者关系管理的个人。

非自愿存货积压（involuntary inventory accumulation） 指在销售量下降而产量不随之调整的情况下所带来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存货积压。

杠杆收购（LBO） 见 Leveraged buy-out。

（财务）杠杆（leverage（financial）） 指企业为提高自有资金收益率而对债务资金的利用。下例中，没有利用杠杆，即资本结构中不使用债务资金的企业，其经营收益为 3 000 万美元，在支付 1 020 万美元的所得税后，其净利润为 1 980 万美元，权益收益率（净利润除以所有者权益）为 13.2%。另一家利用杠杆的企业，资本结构中有三分之一的资金来源于长期负债（利率为 12%）。在经营收益与前者相同的情况下，由于利息费用的支出，使得该企业的税前利润（2 400 万美元）低于前者（3 000 万美元）。在支付所得税后，后者的净利润（1 580 万美元）也较前者（1 980 万美元）低。但是，由于使用权益资金的减少（1 亿美元与 1.5 亿美元），使得利用杠杆的企业会比前者获得更高的权益收益率（15.8%与 13.25%）。

（单位：万美元）

	未使用杠杆的企业	使用杠杆的企业
经营收益	3 000.0	3 000.0
利息费用	0.0	600.0
税前利润	3 000.0	2 400.0
所得税	1 020.0	820.0
净利润	1 980.0	1 580.0
长期债务	0	5 000
股东权益	15 000	10 000
资本总额	15 000	15 000
净利润/股东权益	13.2%	15.8%

然而，杠杆也可能会起到反向作用。下列情况下，两家企业的经营收益都降低三分之二（降至 1 000 万美元）。此时，没有利用杠杆的企业，其不用支付利息费用，税后净利为 660 万美元，权益报酬率为 4.4%。而利用杠杆的企业，其经营收益的 60%必须用来支付利息，权益报酬率出现了急剧的下滑（降至 2.6%）。因此，财务杠杆的利用增加了权益方的风险，其收益率面临更大的波动。在资本结构中，债务资金的比重越大，权益报酬率波动的风险也就越大。

（单位：万美元）

	未使用杠杆的企业	使用杠杆的企业
经营收益	1 000.0	1 000.0
利息费用	0.0	600.0
税前利润	1 000.0	400.0
所得税	340.0	140.0
净利润	660.0	260.0
长期债务	0	5 000
股东权益	15 000	10 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本总额	15 000	15 000
净利润/股东权益	4.4%	2.6%

[经营] 杠杆（leverage（operating)） 指企业为提高权益收益率而对固定成本的利用。下例中，A公司成本结构中主要为变动成本，其中，人工成本又占较大比重。在销售量提高5%（从500 000单位增加到525 000万单位）时，A公司股东的权益报酬率从11%增加到13.7%。而另一方面，B公司通过使用节省劳动力的设备，极大地降低了单位产品的人工工时，其单位变动成本低于A公司（30美元与50美元）。但是，由于折旧费用的增加，其固定成本又高于A公司（3 000万美元与2 000万美元）。在销售量增长率相同时，B公司股东的权益报酬率从11%提高到14.7%，增长幅度较A公司大。同样的思路，当两家公司销售量都从525 000单位降低至500 000单位时，B公司的股东权益报酬率会比A公司的股东权益出现更加急剧的下滑。

	A公司		B公司	
销售量（单位）	500 000	525 000	500 000	525 000
单价（美元）	100	100	100	100
固定成本（万美元）	2 000	2 000	3 000	3 000
单位变动成本（美元）	50	50	30	30
（单位：万美元）				
销售收入	5 000	5 250	5 000	5 250
固定成本	2 000	2 000	3 000	3 000
变动成本	2 500	2 630	1 500	1 580
税前利润	500	620	500	670
所得税	170	210	170	230
净利润	330	410	330	440
所有者权益	3 000	3 000	3 000	3 000
净利润/所有者权益	11%	13.70%	11%	14.70%

杠杆收购（leveraged buyout（LBO)）

指主要通过举债融资来收购目标公司或部门。并购方通常希望利用目标公司的资产所产生的经营收入（和资产出售的收入）来偿还债务，以此来增加其权益净值。

杠杆资本重组（leveraged recapitalization） 指公司以借入资金支付大额现金股利的一种公司战略。出于两个原因，该战略通常被用做抵御敌意收购的措施。其一，杠杆资本重组增加了公司的财务杠杆，为避免并购后公司的债务负担过重，并购方利用借入资金的可能下降；其二，杠杆资本重组将所有权进一步集中在希望保持控制权的股东手中。

流动性（liquidity） 指企业偿还到期债务的能力。

宏观经济（macroeconomic） 指整体经济或其主要分部，如制造业、农业、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府等的经济行为（参见微观经济）。

市值（market capitalization） 指一家公司流通在外的权益证券和债务证券的总市值。也指根据公司股价和流通在外股票数量所计算的价值（参见企业总价值）。

成熟期（mature） 指一种产品、一家企业或一个行业的生命周期上的一个发展阶段。处在这个阶段时，其收入保持正的增长率，但不会超出经济的整体增长率。

微观经济（microeconomic） 指单个经济主体，如单个行业或企业的经济行为（参见）。

市盈率（multiple） 对于普通股来说，市盈率等于股票价格除以每股盈余。类似地，并购中并购方所支付的对价也可以看做是目标公司收益、现金流量或息税折旧摊销前收益的倍数。

多元（multivariate） 指量化建模中，使用多个解释变量的做法。

共同基金（mutual fund） 指包含证券投资组合的一种投资工具，通过向投资者发行股票或收益凭证筹集资金。发行公司收取一定的组合投资管理费，而投资者也可以获得低成本进行多元化投资的好处。

净现值（net present value） 指未来现金流入的现值与未来现金流出的现值之间的差额。如下例所示，净现值可用来对不同投资方案进行对比分析。下例中，A，B两个资本项目在第一年都要支出6 000万美元。项目A产生的现金流较大，且项目B预计现金流在以后年度有所降低。在第10年末，项目A的残值也较项目B大。但是，即使是这样，项目B的净现值仍然较高（项目B为1 770万美元，项目A为1 430万美元），其盈利能力更强。

净现值举例

（假定折现率＝20%）　　单位：万美元

	年份											净现值
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
项目A												
现金流量*	(4 000)	(2 000)	1 600	1 800	2 100	2 400	2 400	2 600	2 600	2 600	2 000	
折现系数	1.000	0.833	0.694	0.579	0.482	0.402	0.335	0.279	0.233	0.194	0.162	
现值	(4 000)	+(1 666)	+1 110	+1 042	+1 012	+965	+804	+725	+606	+504	+324	=1 426
项目B												
现金流量*	(1 000)	(5 000)	1 700	2 000	2 200	2 300	2 300	2 300	2 200	2 100	1 700	
折现系数	1.000	0.833	0.694	0.579	0.482	0.402	0.335	0.279	0.233	0.194	0.162	
现值	(1 000)	+(4 165)	+1 180	+1 158	+1 060	+925	+771	+642	+513	+407	+275	=1 766

注：*括号中的数值代表现金流出，即建造成本。第2年到第9年的数值代表现金流入，即净利润加上非现金支出。第10年的数值代表的是设备的预计残值。

名义货币（nominal dollar） 指按货币面值计量，不考虑购买力变动的计量单位（参见实际货币）。

经营杠杆（operating leverage） 参见leverage（operating）。

实物支付证券（payment-in-kind security（PIK）） 指发行方可以选择以派发额外债券或股票的方式，代替以现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付利息或优先股股利的证券（一般指债券或优先股）。

股利支付率（payout ratio） 等于每股股利除以每股收益。根据相关财务理论，较低的股利支付率（非财务困境所引起的股利降低）通常被认为是公司具有较多投资机会的信号。与之相反，对于缺乏良好投资机会的公司来说，选择较高的股利支付率较为合适。通过将盈余的大部分分配给股东，使得股东可以进行其他投资以赚取更高的收益率。

实物支付证券（PIK） 见 Payment-in-kind security。

权益结合法（pooling-of-interest method） 企业合并业务的会计处理方法之一，适用于以股权交换方式进行的企业并购。在权益结合法下，即使并购一方所支付的对价超过了所购买有形资产的价值，也不确认为商誉，2001年，财务会计准则委员会规定，企业合并停止使用权益合并法，而只能采用购买法进行会计处理。

投资组合（portfolio） 指对一组证券的投资。组合内所有证券在各期间的收益情况不可能总是相同。在同一期间，有的证券价格呈上升趋势，有的则下降，它们之间相互抵消，使得投资组合的收益率相比单个证券投资表现出较大的稳定性（参见分散投资）。

现值（present value） 指在按既定利率或折现率复利情况下，为获取未来期间的特定价值而在现在需要支付的金额。例如，利用下列公式，计算第5年末500美元的现值，折现率为7%：

$$\frac{F}{(1+r)^n}$$

式中，F 代表的是未来价值或终值；r 代表的是利率；n 代表的是期间数；P 代表的是现值。因此，$500/(1.07)^5=$ 356.79（美元）（参见折现现金流量，终值和净现值）。

预计财务报表（pro forma） 指根据特定假设所编制的财务报表。例如，如果一家公司在某会计年度中期进行并购，那么它必须在假定该并购活动在年初就已经发生的前提下，编制反映并购后公司的全年收入、成本和净利润情况的损益表。

购买法（purchase method） 企业并购中会计核算方法的一种。在该方法下，当并购方支付的对价超过所取得的目标公司有形资产的价值时，商誉就产生了。

优化改组（rationalization） 指为消除企业或行业生产中存在的产能过剩等非效率情形而采取的措施。

实际货币（real dollar） 指按货币购买力所计算的货币金额，其与指定的基期相关。例如，2001年第三季度末500美元（面值）的购买力只相当于基期1982—1984年相同金额购买力的56.1%。货币的贬值反映了这期间的通货膨胀问题。因此，2001年9月500美元的实际价值就等于1982—1984年的280.5美元。计算中用到了美国劳工统计局所提供的消费者购买力数据。统计局的网站为 www.bls.gov（参见名义货币）。

再保险（reinsurance） 指保险公司将自己承接的保险，通过分保部分地将风险和责任转嫁给其他保险公司的业务。

重组程序（reorganization proceedings） 根据美国《破产改革法》第11章的规定，破产企业允许继续从事正常经营活动，而非直接清算，同时通过债务重组以增强未来的生存能力。

报告收益（reported earnings） 指利润表所反映的企业在特定期间的经营损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益状况。该金额可能与企业实际的经济收益不同，主要原因有影响收益项目的延迟确认、会计处理的变更以及资产价值的应计项目与实际变动之间的差异。另外，存货核算的细微区别也会引起二者之间的不同。例如，采用后进先出法时，企业的存货科目可能包含了以前年度的存货的取得成本，且（出于记账目的）该成本并没有随着期间的通货膨胀而调整。本期出现销售高峰时，企业会确认早期存货的变现值，较高的收入反映了通货膨胀后的存货价值，而成本还停留在历史较低水平。虽然通货膨胀所带来的名义货币扩大是前期逐渐累积的结果，它们之间的这种不配比还是会使当期的报告收益处于一个不正常的高水平。

售后回租（sale-leaseback） 指企业先将一项资产售出，然后又随即租回使用的一种交易。因此，承租人在保持资产使用权的同时又获得了所需资金。进行售后回租业务的另一个原因是承租人和出租人之间的边际税率差异。对于支付高税率的企业实体来说，资产折旧所带来的税盾效应更有价值。

（scale economics） 规模经济（参见 economics of scale）。

美国证券交易委员会（SEC） 见 Securities and Exchange Commission。

美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission） 隶属于联邦政府的一个机构。证券交易委员会的主要权限是负责各类证券的发行和交易，规范投资公司及投资顾问的行为，以及制定上市公司财务报告准则。

优先债权（senior debt） 指在企业清算时，较次级债拥有优先受偿权的借款。当企业发生破产时，只有在优先债权人的要求得到满足后才能考虑次级债权人或权益投资者。

敏感性分析（sensitivity analysis） 指在财务报表分析中进行的假设情景分析。一般而言，敏感性分析测量的是一个变量（如销售收入、利润边际等）发生一定变化时，对另一个变量（如盈余、现金流等）的可能影响。在财务预测中，敏感性分析可以用来计算在模型某个假设出现偏差（高估或低估）时，预计值的变动。

财务会计准则公告（SFAS） 指由财务会计准则委员会发布的一系列财务会计的规范性文件。

淘汰（shakeout） 指（由于经营失败或企业合并所带来的）竞争者数量的减少。一般的，快速增长的行业在进入成熟期后会出现这种现象。企业要在淘汰期生存下来主要取决于其额外融资的能力、规模经济效益以及卓越的管理水平。

股票的卖空比例（short interest ratio） 指卖空的股数与股票的平均每日交易量之间的比例。卖空比例越高，说明更多的人预期未来股价会下跌。

闲置的生产能力（slack） 指企业未利用的生产能力。虽然闲置通常暗含了非效率的意思，但是管理层可能会有意识地保留一定的闲置生产能力。例如，在萧条期，虽然企业对劳动力的需求下降，但是保留住有经验的员工对企业还是有利的。因为在下一个繁荣期，企业仍需招聘具备同等技能水平的员工，由此所带来的成本会抵消在萧条期解聘员工所带来的成本节约的好处。又如，从事证券或商品交易的企业通常会有备用的交易大厅。这是因为在发生自然灾害或内乱时，主交易大厅可能会遭到毁灭性破坏而被迫关闭，从而备用的交易大厅是有必要的。

标准估计误差（standard error of esti-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

mate） 指回归分析中，观测值散点分布的一个度量指标。按统计学定义，标准估计误差等于观测值与最小二乘法拟合线之间垂直偏差的标准差。

股东权益表（statement of shareholders' equity） 指反映股东权益各组成部分，包括股本、实收资本、库藏股、长期投资未实现损失、外币折算损益等增减变动情况的财务报表。股东权益表要解决的基本问题是仅利用利润表和现金流量表不能反映权益项目在年度间的具体变动情况，一些权益调整不会包括在收益或投资活动所产生的现金流量中。

法定税率（statutory tax rate） 当企业的所有报告收益都要按联邦法律规定的公司所得税税率纳税时，计算得出的所得税税款占税前利润的比率就等于法定税率。法定税率和实际税率之间的差异产生于税收抵免（tax credit）、国内外税率差异等原因。

直线折旧法（straight-line method） 折旧方法的一种。在直线法下，资产每年按相等的金额计提折旧。在存在通货膨胀的情况下，按照直线法所计算的折旧金额会低估资本消耗的实际经济影响。也就是说，由于资产重置成本的增加，为补偿资产损耗所需计提的折旧会高于按原始取得成本所计算的金额。在这种情况下，采用加速折旧法，即在资产使用前期多计折旧、后期少计折旧，体现了费用报告的谨慎性原则。

次级债权（Subordinated debt） 指企业清算时，受偿权在其他优先债之后的债权。企业发生破产时，次级债权人的受偿要求只有在优先债得到偿付后才能满足。

协同效应（synergy） 指由于并购所带来的公司业绩相比两个公司独立存在时业绩的增长。协同效应主要来源于规模经济和范围经济。

总企业价值（total enterprise value） 指如果将企业售出可以获得的价值，通常用公司的销售收入、盈余或息税前收益等指标的倍数进行估值（参见市值）。

工作量法（units-of-production method） 指按固定资产在使用期内预计能完成的总工作量来计提折旧的方法。固定资产成本除以预期总工作量可以得出单位工作量折旧额。每一期的折旧就等于单位工作量折旧额乘以当期工作量。从表面上看，工作量法能非常精确地对收入和费用进行配比。但是，当一项设备闲置时，工作量法下却不计提折旧。而此时，可能由于竞争对手采用了技术上更为先进的设备，使得该设备的价值已经下降。从这个角度来看，原采用直线法或加速折旧法的企业，现采用工作量法，可以将其认为是向一种更为自由的会计处理方法的转换。

变动成本（variable cost） 指随产量变动而变动的成本。如原材料、燃料、动力和工资等。

营运资本（working capital） 指流动资产减去流动负债之后的余额。营运资本一般用来衡量企业的流动能力，但是，在对该指标进行分析时，还应该考虑其他相关因素。一些具备较强信用基础的公司，其资产负债表上营运资本通常很小（或为负）。这些公司对存货加强管理，同时从供应商处获得宽松的信用条款，包括较长的付款期限，公司因此会出现很高的应付账款余额。在这种情况下，虽然当前营运周期内流动负债高出流动资产水平，但是并不能表明公司正面临流动性威胁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著作权合同登记号
图字：01－2007－3796号

对本书的赞誉

这是财务报表的一次精彩旅程：怎样利用财务报表来提供信息，它将如何误导使用者，以及怎样利用其来分析公司的财务健康状况。

——哈佛商学院教授
杰伊·O·赖特（Jay O.Light）

任何希望投身于证券市场工作的人都应该阅读《财务报表分析》。

——花旗集团投资部执行副总裁（已退休）
杰克·L·瑞夫金（Jack L.Rivkin）

弗里德森和阿尔瓦雷斯对理解、解释及评价企业财务报告提供了有价值的实务指南。鉴于近来企业大量的财务报告问题，其有关利润——盈利质量——的讨论颇有见解。强烈推荐此书给那些致力于报表数据分析以预测未来利润和股票价格的人。

——纽约大学商学院会计系主任
保罗·布朗（Paul Brown）

此书有助于提升财务意识、财务透明度和财务报告标准，使管理层更好地为所有的利益相关者服务。

——KCM投资咨询公司合伙人、加利福尼亚大学荣誉财务主管
帕特里西亚·A·斯莫尔（Patricia A.Small）

此书是有关财务报表分析的精品之作，其论述详尽，富有怀疑精神且非常切合实际。

——卢米斯赛勒斯有限合伙公司副主席
丹尼尔·J·法斯（Daniel J.Fuss）

如果您想了解有关经济方面的图书信息，请点击以下网址：
www.crup.com.cn / jingji



http://www.wiley.com



定价：35.00元

ISBN 978-7-300-11290-9